

**PENGARUH ALIRAN KAS INTERNAL,
KEPEMILIKAN MANAJER, UKURAN
PERUSAHAAN DAN INTENSITAS MODAL
TERHADAP PEMBELANJAAN MODAL**
(Studi Empiris Terjadinya *Pecking Order Hypotheses* atau
Manajerial Hypotheses pada Perusahaan - Perusahaan Manufaktur
di Bursa Efek Jakarta)

Tesis
Diajukan sebagai salah satu syarat
memperoleh derajat S – 2 Magister Akuntansi



Diajukan oleh :
Nama : Stephana Dyah Ayu R.
NIM : C4C002367

Kepada
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2004



| | |
|------------------|---------------|
| UPT-PUSTAK-UNDIP | |
| No. Daft: | 3340/T/MAU/04 |
| Tgl. | 22 Feb 2005 |

Surat Pernyataan

Dengan ini saya menyatakan bahwa tesis yang diajukan adalah hasil karya sendiri dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di perguruan tinggi lain, sepanjang pengetahuan saya, tesis ini merupakan replikasi dari penelitian terdahulu, dan belum pernah diterbitkan oleh pihak lain kecuali yang diacu secara tertulis dan disebutkan pada daftar pustaka.

Semarang, 22 Oktober 2004

Stephana Dyah Ayu Ratnaningsih

Tesis Berjudul :
**PENGARUH ALIRAN KAS INTERNAL, KEPEMILIKAN MANAJER,
UKURAN PERUSAHAAN DAN INTENSITAS MODAL TERHADAP
PEMBELANJAAN MODAL**
(Studi Empiris terjadinya Pecking Order Hypotheses atau Managerial Hypotheses
pada Perusahaan – Perusahaan di Bursa Efek Jakarta)

yang dipersiapkan dan disusun oleh
Stephana Dyah Ayu Ratnaningsih
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 22 Oktober 2004
dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama / Ketua


Prof. Dr. Imam Ghozali, M.Com, Akt

Pembimbing / Anggota


Drs. M. Kholiq Mahfud, Msi.

Anggota Dewan Penguji


Drs. Abdul Rohman, Msi

Anggota Dewan Penguji


Drs. Sugeng Pamudji, Msi

Anggota Dewan Penguji


Dr. M. Nasir, Msi, Akt

Semarang, 22 Oktober 2004

Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro
Program Studi Magister Akuntansi
Ketua Program




Dr. M. Nasir, Msi, Akt

“ Perjalanan ribuan li selalu diawali dengan langkah pertama (Kong Fu Tze) ”

“ Kebahagiaan yang dibagi akan bernilai ganda dan beban yang dibagi akan berkurang separuhnya (MG II) ”

Tesis ini kupersembahkan kepada :

Kedua Orangtuaku Bapak St. Bambang Supriadi, Ibu B. Kingkin K

Saudariku Mbak Dhenok dan Dik Elok.

Dan semua orang yang menyayangiku

Abstraksi

Pembelanjaan modal perusahaan merupakan salah satu konsep penting dalam teori keuangan suatu perusahaan baik secara mikro maupun makro. Penelitian ini dikembangkan untuk menganalisis bagaimana pembelanjaan modal perusahaan dilihat dari sudut pandang teori keagenan. Dalam penelitian ini diuji dua hipotesis yang didasarkan pada teori keagenan yaitu *pecking order hypotheses* dan *managerial hypotheses*. Pecking Order hipotesis menyatakan bahwa manajer akan memilih tingkat pembelanjaan modal yang akan memaksimalkan kesejahteraan dari para pemegang sahamnya tanpa memandang tingkat kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Menurut managerial hipotesis, tingkat kepemilikan manajer akan mempengaruhi tingkat pembelanjaan modal perusahaan. Selain mempertimbangkan tingkat kepemilikan manajerial terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan, kedua hipotesis juga berargumen bahwa aliran kas internal merupakan faktor yang mempengaruhi tingkat pembelanjaan modal perusahaan. Dalam penelitian ini selain diteliti pengaruh faktor kepemilikan manajerial, aliran kas internal terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan, diuji juga bagaimana pengaruh ukuran perusahaan dan intensitas modal terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan.

Sebelum menguji hipotesis terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik pada data penelitian. Agar dapat memenuhi asumsi klasik yang disyaratkan dalam pengujian model data penelitian disesuaikan dengan menggunakan model log natural yang kemudian menunjukkan hubungan elastisitas antara variabel independen terhadap variabel dependennya (Gujarati, 1994). Untuk pengujian hipotesis penelitian yang ada secara parsial digunakan uji - t. Sedangkan untuk menguji pengaruh aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal secara simultan digunakan uji - F.

Hasil pengujian menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan factor - factor tersebut secara simultan terhadap tingkat pembelanjaan modal. Selain itu, meskipun tidak secara signifikan, hasil pengujian pada perusahaan - perusahaan manufaktur yang menjadi sampel menunjukkan adanya indikasi dukungan terhadap berlakunya pecking order hipotesis di Indonesia. Sedangkan faktor ukuran perusahaan dan faktor intensitas modal secara terpisah sama - sama mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat pembelanjaan modal.

Abstract

Corporate capital expenditures are key importance for several financial reason such as macroeconomics and microeconomics. This reserch was developed to test corporate capital expenditure with agency based arguments. This peper want to test the two agency -based argument which known as pecking order hypotheses and managerial hypotheses. Both hypotheses agree that internal cash flow is an important determinant of the level of capital expenditures, but they have different prediction about the role of insider ownership on level of capital expenditure. Pecking order hypotheses say that manager choose the level of capital expenditure that maximize the wealth of shareholders, regardless of managers' ownership stake in the firm. According managerial hypotheses, manager who have small ownership will take the firm into higher level corporate capital expenditures than which would maximize the wealth of other shareholders. Beside test internal cash flow and insider ownership as determinat of level of capital expenditure, this peper also test corporate size and capital intensity as factor which effect level of capital expenditure.

In this pepper the models change into log-regression models to fit data with normality assumption. The new models was fit into other classic assumption. The new model create elasticity relationship between independent variabels and dependent variabel. After that, to prove the reserch hypotheses this pepper use regression models. This pepper using t – test and F – test for regression models.

The multivariate analysis found that all factor have simultanous effect to level of capital expenditure. The bivariate analyses found that corporate size and capital intensity has significat affect to capital expenditure levels. The result shows that there is weak association between capital expenditure and internal cash flow, either between capital expenditure and insider ownership. Overall, this research indicate pecking order hypotheses at Indonesian corporates.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan, atas hikmat, kasih dan karunia penulis dapat menyelesaikannya dengan baik. Adapun maksud penulisan ini selain sebagai salah satu syarat bagi penulis untuk menyelesaikan studi Magister Sains Akuntansi di universitas Diponegoro Semarang, juga untuk mengembangkan penelitian di bidang Akuntansi khususnya mengenai teori keagenan. Untuk itu penulis berharap agar tesis ini berguna bagi pembaca sekalian.

Penulis menyadari banyak pihak yang membantu baik langsung maupun tidak langsung hingga selesainya tesis ini, untuk itu penulis mengucapkan terimakasih kepada :

1. Bapak Dr. Imam Gozali, M.Com, Akt selaku pembimbing utama dan Bapak Drs Kholiq Mahfud, Msi selaku pembimbing kedua yang telah mengarahkan penulis sehingga dapat menyusun tesis ini dengan baik.
2. Pengelola Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang, Bapak Dr. Mohamad Nasir, Msi, Akt, Bapak Dr. Jaka Isgiyarta, Msi dan Bapak Drs Daljono, Msi, Akt atas kebijaksanaannya kepada penulis demi kelancaran penulisan tesis ini.
3. Dewan penguji yang telah mencermati, mengkritisi dan memberikan saran untuk perbaikan tesis ini.
4. Rekan – rekan dari Biro Keuangan Unika Soegijapranata : mbak Ratna, mbak Susana, mbak Wulan, mbak Susi, pak Harno, pak Eko. yang telah sangat mendukung penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

5. Staff pengajar Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Unika Soegijapranata terutama Pak Okky, Pak Freddy, Ibu Lily, Ibu Vivin, dan rekan – rekan yang lain, yang turut membantu penulis selama menyelesaikan studi.]
6. Sahabat – sahabatku Sr. Paskali, Lia, Nita, Ningsih, Lina yang selalu memberikan dukungan dalam doa.
7. Rekan - rekan kuliah Angkatan VIII khususnya Elisa, Merry, Melia, Mila, Yanti, Nila, dan teman – teman lain yang telah memberikan bantuan berupa dorongan moril, materiil dan semangat kepada penulis selama kuliah hingga selesainya penelitian ini.
8. Pihak - pihak lain yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu atas bantuannya selama penulis mencari data sampai selesainya tesis ini.

Semoga Tuhan Yang Maha Kasih melimpahkan rahmat dan berkah-Nya kepada semua pihak di atas.

Tidak ada gading yang tak retak. Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna untuk itu kritik maupun saran pembaca sangat diharapkan demi kesempurnaan tesis ini dan perkembangan penelitian di bidang akuntansi di masa mendatang.

Semarang, 22 Oktober 2004

Penulis

DAFTAR ISI

| | Halaman |
|--|---------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| HALAMAN PERNYATAAN | ii |
| HALAMAN PENGESAHAN..... | iv |
| HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN | v |
| ABSTRAKSI | vi |
| ABSTRACT | vii |
| KATA PENGANTAR | viii |
| DAFTAR ISI..... | x |
| DAFTAR TABEL | xiii |
| DAFTAR GAMBAR..... | xiv |
| DAFTAR LAMPIRAN..... | xv |
| BAB I : PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1. Latar Belakang | 1 |
| 1.2. Permasalahan Penelitian | 7 |
| 1.3. Tujuan Penelitian | 8 |
| 1.4. Manfaat Penelitian | 9 |
| BAB II : TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS | 10 |
| 2.1. Telaah Teoritis | 10 |
| 2.1.1 Pembelanjaan Modal (<i>Capital Expenditure</i>)..... | 10 |

| | |
|--|----|
| 2.1.2 Aliran Kas Internal (<i>Internal Cash Flow</i>) | 12 |
| 2.1.3 Kepemilikan Manajer (<i>Insider Ownership</i>) | 12 |
| 2.1.4 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>) | 14 |
| 2.1.4.1 Peran Kebijakan Perusahaan dalam Mengontrol Biaya Keagen..... | 15 |
| 2.1.4.2 <i>Packing Order Hypotheses</i> | 17 |
| 2.1.4.3 <i>Managerial Hypotheses</i> | 19 |
| 2.2. Pengembangan Hipotesis dan Kerangka Pemikiran Teoritis . | 20 |
| 2.2.1 Pengembangan Hipotesis | 20 |
| 2.2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis | 25 |
| BAB III : METODE PENELITIAN..... | 27 |
| 3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel | 27 |
| 3.2. Jenis dan Sumber Data | 28 |
| 3.3. Definisi Variabel Operasional..... | 28 |
| 3.3.1. Pembelanjaan Modal..... | 28 |
| 3.3.2. Aliran Kas Internal | 29 |
| 3.3.3. Kepemilikan Manajer | 30 |
| 3.3.4. Ukuran Perusahaan | 30 |
| 3.3.5. Intensitas Modal (<i>capital intensity</i>) | 31 |
| 3.4. Analisis Data | 31 |
| 3.4.1. Model Penelitian | 31 |
| 3.4.2. Pengujian Hipotesis | 33 |
| 3.4.2.1. Model Penelitian | 33 |
| 3.4.2.2. Uji Asumsi Klasik | 34 |

| | |
|--|-----------|
| 3.4.2.3. Pengujian Parsial | 38 |
| 3.4.2.4. Pengujian Simultan | 39 |
| BAB IV : HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN | 40 |
| 4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian | 40 |
| 4.1.1 Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur | 40 |
| 4.1.2 Gambaran Umum Perusahaan Sampel | 43 |
| 4.2. Proses dan Hasil Analisis | 45 |
| 4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik | 45 |
| 4.2.1.1. Uji Normalitas | 46 |
| 4.2.1.2. Uji Multikolienaritas | 50 |
| 4.2.1.3. Uji Autokorelasi | 52 |
| 4.2.2 Pengujian Statistik Pada Model Penelitian | 56 |
| 4.2.2.1 Uji t (Uji Parsial) | 58 |
| 4.2.2.2 Pengujian Simultan (<i>Multivariate Analysis</i>)..... | 60 |
| 4.2.3 Pengujian Hipotesis | 61 |
| 4.2.3.1. Pengaruh Aliran Kas Internal terhadap Pembelanjaan modal | 61 |
| 4.2.3.2. Pengaruh Kepemilikan Manajer terhadap Pembelanjaan modal | 62 |
| 4.2.3.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Pembelanjaan modal | 63 |
| 4.2.3.4. Pengaruh Intensitas Modal terhadap Pembelanjaan modal..... | 64 |

| | |
|---|---------------|
| BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN | 66 |
| 5.1. Kesimpulan | 66 |
| 5.2. Implikasi Teoritis | 67 |
| 5.3. Saran-saran | 70 |
| DAFTAR PUSTAKA | 72 |

DAFTAR TABEL

| | Halaman |
|--|---------|
| Tabel 4.1 Kelompok - Kelompok Industri Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta..... | 41 |
| Tabel 4.2 Kriteria Penentuan Sampel Penelitian | 42 |
| Tabel 4.3 Penggolongan Perusahaan Berdasar Laba / Rugi..... | 43 |
| Tabel 4.4 Penggolongan Perusahaan Berdasar Tingkat Penjualan | 44 |
| Tabel 4.5 Penggolongan Perusahaan Berdasar Aktiva Tetap | 44 |
| Tabel 4.6 Penggolongan Perusahaan Berdasar Total Aktiva..... | 45 |
| Tabel 4.7 Uji Kolmogorov - Smirnov Satu Sampel..... | 46 |
| Tabel 4.8 Uji Kolmogorov - Smirnov Satu Sampel..... | 47 |
| Tabel 4.9 Pengujian Multikorelasi..... | 50 |
| Tabel 4.10 Koefisien Korelasi | 51 |
| Tabel 4.11 Pengujian Autokorelasi Model Durbin – Watson | 53 |
| Tabel 4.12 Pengujian Heteroskedastisitas dengan Uji Glejser | 54 |
| Tabel 4.13 Model Summary | 58 |
| Tabel 4.14 Pengaruh Aliran Kas Internal, Kepemilikan Manajer, Ukuran Perusahaan dan Intensitas Modal Terhadap Pembelanjaan Modal. | 59 |
| Tabel 4.15 Pengaruh Aliran Kas Internal, Kepemilikan Manajer, Ukuran Perusahaan dan Intensitas Modal Terhadap Pembelanjaan Modal. | 60 |

DAFTAR GAMBAR

| | Halaman |
|--|---------|
| Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis | 26 |
| Gambar 4.1 Grafik Histogram | 48 |
| Gambar 4.2 Grafik Normal Plot | 49 |
| Gambar 4.3 Grafik Scatterplots | 55 |

DAFTAR LAMPIRAN

| | |
|---|----|
| Lampiran 1 : Aliran Kas Internal, Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan, Intensitas Modal dan Pembelanjaan Modal | 78 |
| Lampiran 2 : Pengujian SPSS | 92 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pembelanjaan modal (*capital expenditure*) merupakan salah satu konsep penting dan menarik dalam teori keuangan suatu perusahaan, sehingga banyak penelitian yang kemudian dikembangkan mengenai hal ini. Ada dua alasan utama yang membuat konsep ini menjadi begitu penting dan menarik untuk dianalisis. Alasan pertama mengapa teori konsep pembelanjaan modal menarik adalah pembelanjaan modal yang dilakukan perusahaan jika dipandang dari sudut pandang ekonomi makro. Sedangkan, alasan kedua mengapa teori konsep pembelanjaan modal menarik adalah pembelanjaan modal yang dilakukan perusahaan jika dipandang dari sudut pandang ekonomi mikro.

Dari sudut pandang ekonomi makro, pembelanjaan modal merupakan salah satu bagian dominan yang membentuk permintaan agregat untuk barang modal, komponen *gross national product*, variabel pertumbuhan ekonomi dan siklus bisnis (Dornbusch & Fisher, 1992). Sedangkan secara ekonomi mikro, pembelanjaan modal penting karena besarnya tingkat pembelanjaan modal akan mempengaruhi keputusan - keputusan produksi yang dibuat oleh perusahaan (Nicholson, 1992). Lebih lanjut, tingkat pembelanjaan modal akan mempengaruhi penentuan rencana strategik perusahaan (Bromiley, 1986). Melihat pentingnya nilai *capital expenditure* dalam teori keuangan bagi perusahaan, maka kemudian banyak penelitian yang

dikembangkan untuk menganalisis faktor - faktor apa sajakah yang mempengaruhi tingkat pembelanjaan modal dari perusahaan (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Griner & Gordon, 1995; Chakraborty dkk., 1999; Davies dkk., 2002).

Secara umum, pengambilan keputusan dalam pembelanjaan modal yang dilakukan oleh perusahaan dipengaruhi oleh dana yang tersedia dalam perusahaan untuk melakukan pembelanjaan modal (Myers & Brealey, 2002). Pertimbangan ini penting karena tidak mungkin suatu pembelanjaan modal dapat dilakukan tanpa adanya kecukupan dana yang tersedia. Dana yang dibutuhkan untuk melakukan pembelanjaan tersebut dapat berasal dari sumber dana eksternal maupun sumber dana internal. Penentuan pendanaan yang digunakan dalam perusahaan akan dipengaruhi oleh berbagai kepentingan yang ada di dalam perusahaan. Seringkali terjadi konflik dari berbagai kepentingan yang ada. Salah satunya adalah konflik yang terjadi antara prinsipal dan agen, yang dijelaskan dalam teori keagenan (Agrawal dan Knobar, 1996). Dalam penelitian ini, pengambilan keputusan pembelanjaan modal yang dilakukan oleh perusahaan tersebut dilihat dari sudut pandang teori keagenan yang berisi mengenai *Pecking Order Hypotheses* dan *Managerial hypothesis*.

Pecking Order Hypotheses (Myres & Majluf, 1984; Liang, 1996) menyatakan bahwa manajer cenderung untuk membuat keputusan pembelanjaan modal atas dasar aliran kas internal (*internal cash flow*), dengan alasan adanya asimetri informasi antara manajer dengan para calon pemegang saham potensial. Sedangkan teori yang dikemukakan dalam *Managerial Hypotheses* menyatakan bahwa seorang manajer yang tidak memiliki saham pada perusahaan akan

menggunakan aliran kas internal untuk membuat tingkat pembelanjaan modal berada pada posisi yang melebihi tingkat yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. (Griner dan Gordon, 1995; Cho Myong Hyeon, 1998). Dari kedua pernyataan tersebut terlihat bahwa *Peacking Order Hypotheses* maupun *Managerial Hypotheses* mempunyai kesamaan yaitu menekankan pada pentingnya aliran kas internal dalam menentukan tingkat pembelanjaan modal perusahaan.

Kesejahteraan pemilik saham juga menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan. Umumnya pembelanjaan modal membutuhkan dana yang cukup besar, akibatnya akan terjadi pemusatan dana yang tersedia dalam perusahaan (Brigham & Daves, 2002). Hal tersebut dapat menyebabkan menurunnya kesejahteraan para pemegang saham perusahaan. Karena itu, dalam menentukan tingkat pembelanjaan modal, seorang manajer seharusnya juga mempertimbangkan bagaimana pengaruh tingkat pembelanjaan modal tersebut pada tingkat kesejahteraan para pemegang saham.

Hal ini menjadi menarik ketika dalam penelitian ini dimasukan unsur kepemilikan manajer (*insider ownership*) terhadap perusahaan. Secara empiris diperkirakan bahwa interaksi antara kebijakan keuangan perusahaan dan kepemilikan manajer akan mempengaruhi karakter ekonomi dari perusahaan tersebut (Zhou, 2001). Kepemilikan manajer tersebut dapat menyebabkan munculnya *benefit* namun disisi lain dapat pula menimbulkan *cost* bagi perusahaan yang bersangkutan, karena *insider ownership* tersebut akan memberikan dampak pada perilaku pihak manajer (Jansen, 1992; Jensen, 1988; Jensen, 1986). Dengan memberikan hak terhadap sebagian kepemilikan saham perusahaan kepada

pihak manajer maka kepentingan pihak manajer yang bertindak sebagai agen dan kepentingan pemegang saham yang bertindak sebagai prinsipal akan menjadi sejajar, karena manajer menjadi bagian dari pemegang saham tersebut (Jansen dan Meckling, 1976).

Seperti yang telah diungkapkan sebelumnya, *managerial hypothesis* menyatakan bahwa seorang manajer yang tidak memiliki saham pada perusahaan, akan menggunakan aliran kas internal untuk membuat tingkat pembelanjaan modal berada pada posisi yang melebihi tingkat yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang lain (Griner & Gordon, 1995). *Managerial hypotheses* tersebut mengasumsikan bahwa kepemilikan manajer diharapkan akan mengurangi kecenderungan manajer untuk melakukan investasi secara berlebihan (Himmelberg dkk, 1999). Dari pernyataan diungkapkan dalam *managerial hypotheses* tersebut, terlihat adanya hubungan yang negatif antara pembelanjaan modal dan kepemilikan sebagian saham perusahaan oleh pihak manajer (Chakraborty dkk., 1999; Davies dkk., 2002).

Berlawanan dengan pernyataan yang dikemukakan dalam *Managerial Hypotheses* tersebut, *Pecking Order Hypotheses* (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984) justru menyatakan bahwa manajer akan memilih tingkat pembelanjaan modal yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini, tanpa memperhatikan kepemilikan manajer tersebut atas saham perusahaan. Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan *Pecking Order Hypotheses* mengasumsikan tidak adanya hubungan antara pembelanjaan modal dengan kepemilikan saham oleh

pihak manajer (Griner dan Gordon, 1995). Dari penjelasan tersebut secara jelas terlihat adanya perbedaan kedua hipotesis dalam teori agensi tersebut, yaitu perbedaan pandangan mengenai hubungan antara pembelanjaan modal perusahaan dengan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer.

Penelitian ini merupakan replikasi dan pengembangan dari model penelitian yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995). Penelitian ini dimaksudkan untuk menganalisis apakah *Pecking Order Hypothesis* ataukah *Managerial Hypothesis* berlaku pada perusahaan - perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ), dengan menghubungkan kedua hipotesis dalam teori agensi tersebut tersebut dengan pengaruh antara aliran kas internal (*internal cash flow*), maupun kepemilikan manajer (*insider ownership*) terhadap pembelanjaan modal (*Capital expenditure*) perusahaan. Penelitian replikasi ini menarik untuk dilakukan dengan alasan bahwa penelitian empiris yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995) menunjukkan hasil penelitian yang mendukung terjafinya *Pecking Order Hypotheses*, sedangkan penelitian - penelitian setelah itu (Chakraborty dkk., 1999; Davies dkk., 2002) justru menunjukkan terjadinya *Managerial Hypotheses*.

Penelitian ini dilakukan dengan melakukan perbaikan pada model pengukuran pembelanjaan modal perusahaan dan pengembangan model pengujian penelitian yang dikemukakan Griner dan Gordon (1995). Pada penelitian yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995), total aktiva diproksi sebagai pengukuran terhadap tingkat pembelanjaan modal, padahal secara definitif *capital expenditure* didefinisikan sebagai pengorbanan ekonomis yang dilakukan untuk memperoleh

atau melakukan *up-grade* terhadap asset - asset tetap perusahaan (Investorword, 2004). Karena itu, dalam penelitian ini pengukuran pembelanjaan modal bukan diproksi dari total aktiva tetapi diproksi dari aktiva tetap perusahaan. Selain itu, berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995), pada penelitian ini diteliti juga bagaimana ukuran perusahaan dan intensitas modal secara parsial berpengaruh terhadap pembelanjaan modal.

Pembelanjaan modal merupakan jenis pengeluaran perusahaan yang membutuhkan banyak dana, maka dalam menentukan seberapa besar tingkat pembelanjaan modal yang dilakukan selain mempertimbangkan ketersediaan dana dan struktur kepemilikan perusahaan, perusahaan juga harus mempertimbangkan ukuran perusahaan saat ini dan bagaimana prospek atau peluang yang dapat dicapai oleh perusahaan dalam memperebutkan pasar dimasa mendatang (McConell dan Serveas, 1990; Modigliani dan Miller, 1985). Karena itu selain menguji pengaruh aliran kas internal dan kepemilikan manajer terhadap tingkat pembelanjaan modal, penelitian ini juga menguji pengaruh ukuran perusahaan dan pengaruh peluang perusahaan dalam menguasai pasar terhadap pembelanjaan modal.

Ukuran perusahaan menjadi hal yang penting karena semakin besar ukuran perusahaan maka akan membutuhkan dukungan sumber daya yang semakin besar pula, sehingga tingkat pembelanjaan modalnya menjadi semakin tinggi. Demikian juga berlaku sebaliknya, semakin kecil perusahaan maka tingkat pembelanjaan modalnya menjadi semakin rendah (Waluyo & Kaaro, 2002; Barton, 1989).

Sedangkan Commanor dan Wilson (1972) sebagaimana dikutip dalam Waluyo dan Kaaro (2002) dan Hartono (2000) menyatakan bahwa indikator prospek atau peluang perusahaan dalam memperebutkan pasar di masa mendatang adalah intensitas modal yang mencerminkan seberapa besar modal yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Karena itu pertimbangan manajer terhadap prospek atau peluang perusahaan dalam memperebutkan pasar di masa mendatang yang diindikasikan melalui intensitas modal tersebut, diprediksikan juga akan berpengaruh terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan.

Berdasarkan latar belakang permasalahan utama yang telah dijelaskan di atas, maka penelitian ini kemudian mengambil judul Pengaruh Aliran kas Internal, Kepemilikan Manajer, Ukuran Perusahaan dan Intensitas Modal dalam Pembelanjaan Modal. Penelitian yang dilakukan ini merupakan studi empiris terjadinya *Pecking Order Hypotheses* atau *Managerial Hypotheses* pada perusahaan - perusahaan di Bursa Efek Jakarta.

1.2. Permasalahan Penelitian

Berdasarkan uraian yang telah disebutkan dalam latar belakang di atas, penelitian ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh aliran kas internal dan kepemilikan manajer di perusahaan terhadap pembelanjaan modal seperti yang telah dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995). Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah fenomena ekonomi yang dimaksudkan dalam *Pecking Order Hypotheses* ataupun *Managerial Hypotheses* juga berlaku pada perusahaan - perusahaan di

Indonesia yang menjadi sampel penelitian ini yaitu perusahaan - perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta. Selain itu, diuji juga pengaruh ukuran ataupun intensitas modal terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan. Selanjutnya, permasalahan – permasalahan yang dianalisis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah aliran kas internal berpengaruh secara positif terhadap pembelanjaan modal ?
2. Apakah kepemilikan manajer berpengaruh secara negatif terhadap pembelanjaan modal ?
3. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh secara positif terhadap pembelanjaan modal ?
4. Apakah intensitas modal berpengaruh secara positif terhadap pembelanjaan modal ?
5. Apakah aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal secara bersama - sama berpengaruh terhadap pembelanjaan modal ?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan yang telah diuraikan sebelumnya, penelitian ini bertujuan untuk menganalisa pengaruh aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal di perusahaan terhadap pembelanjaan modal. Penelitian ini ingin menganalisis terjadinya fenomena

ekonomi yang dimaksudkan dalam *Pecking Order Hypotheses* ataupun *Managerial Hypotheses* juga berlaku pada perusahaan - perusahaan di Indonesia yang menjadi sampel penelitian ini yaitu perusahaan - perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta.

1.4. Manfaat penelitian

Ada berbagai manfaat yang diharapkan dapat diperoleh melalui penelitian yang mengambil judul Pengaruh Aliran kas Internal dan Kepemilikan Manajer dalam Pembelanjaan Modal (Studi Empiris terjadinya *Pecking Order Hypotheses* atau *Managerial Hypotheses* pada perusahaan - perusahaan di Bursa Efek Jakarta) adalah penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi informasi pada pengembangan teori pada penelitian - penelitian berikutnya di bidang akuntansi keuangan maupun akuntansi manajemen terutama mengenai teori keagenan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Teoritis

2.1.1. Pembelanjaan Modal (*Capital Expenditure*)

Pembelanjaan modal (*Capital Expenditure*) atau biasa juga disebut sebagai biaya modal atau pengeluaran untuk modal secara definitif diartikan sebagai pengorbanan ekonomis yang dilakukan untuk memperoleh atau melakukan *up-grade* asset - asset tetap perusahaan (Investorwords, 2004). Dalam teori keuangan, pembelanjaan modal (*capital expenditure*) ini merupakan salah satu konsep penting dalam menjelaskan fenomena perekonomian yang terjadi baik secara mikro maupun makro.

Ada beberapa alasan yang membuat konsep ini menjadi begitu penting dan menarik untuk dianalisis. Alasan pertama dilihat dari sudut pandang ekonomi makro, pembelanjaan modal yang dilakukan oleh perusahaan - perusahaan merupakan salah satu bagian dominan yang membentuk permintaan agregat untuk barang modal, komponen *Gross National Product* (*GNP*), variabel pertumbuhan ekonomi serta siklus bisnis (Dornbusch & Fisher, 1992). Dalam konsep pertumbuhan *Gros National Product* (*GNP*), perubahan terhadap tingkat *GNP* salah satunya disebabkan oleh karena jumlah sumber daya yang tersedia di perekonomian mengalami perubahan. Pendekatan yang dapat digunakan untuk mengukur perubahan terhadap sumber daya yang tersedia dalam perekonomian diukur dengan perubahan barang modal dan tenaga kerja. Persediaan barang modal

yang tersedia di suatu negara tersebut dapat diukur dari pembelanjaan modal, termasuk didalamnya peningkatan terhadap bangunan maupun peralatan berat yang telah dilakukan oleh perusahaan. Alasan kedua dilihat dari sudut pandang ekonomi mikro, pembelanjaan modal mempengaruhi keputusan - keputusan produksi karena pembelanjaan modal menunjukkan seberapa besar dana akan diinvestasikan dalam asset tetap sehingga menunjukkan elastisitas produksi (Nicholson, 1992). Selain itu pembelanjaan modal juga akan berpengaruh pada penentuan rencana strategik (Bromiley, 1986).

Selain dikaitkan dengan perekonomian secara makro maupun secara mikro, pembelanjaan modal seringkali dikaitkan dengan kinerja perusahaan. Asumsi yang digunakan dalam kaitannya dengan kinerja perusahaan adalah keduanya mempunyai hubungan pengaruh positif. Sehingga, semakin tinggi tingkat pembelanjaan modal yang dilakukan oleh perusahaan, maka tingkat kinerja perusahaan akan semakin tinggi atau dapat dikatakan semakin baik (McConnell & Muscarell, 1985).

Adanya pengaruh pembelanjaan modal terhadap perekonomian secara mikro maupun makro, membuat pembelanjaan modal menjadi variabel yang menarik untuk dikaji lebih lanjut dalam penelitian. Salah satu permasalahan yang banyak diangkat pada berbagai penelitian sehubungan dengan *capital expenditure* adalah untuk menemukan faktor - faktor yang mempengaruhi tingkat pembelanjaan modal. Penelitian ini juga dimaksudkan untuk mengangkat permasalahan tersebut dengan mengkaitkannya dengan teori keagenan. Teori keagenan yang terkait dalam hal ini adalah teori keagenan yang menyatakan mengenai *Peacking Order Hypothesis* dan *Managerial Hypotheses*.

2.1.2. Aliran Kas Internal (*Internal Cash Flow*)

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Lehn dan Pulsen (1989) dan Lang (1991) aliran kas internal (*Internal Cash Flow*) didefinisikan sebagai aliran kas suatu perusahaan pada suatu periode tahun tertentu, yang diproksi oleh keuntungan bersih perusahaan setelah melakukan pembayaran hutang dan pajak (Griner & Gordon, 1995). Dalam penelitian berikutnya, Nuri dan Archer (2001) kemudian menyederhanakan metode pengukuran yang ada tersebut dengan menggunakan pengukuran aliran kas internal berdasarkan *Net Income*. *Net income* setelah pajak tersebut digunakan dengan pertimbangan angka tersebut mampu mewakili nilai aliran kas yang dimiliki dan dapat dipergunakan oleh perusahaan pada periode tersebut atau merupakan *excess cash flows* (Nuri & Archer, 2001; Jensen, 1986).

Dalam penelitiannya Jensen (1986) berpendapat bahwa *Excess Cash Flow* tersebut cenderung digunakan oleh manajemen untuk meningkatkan kekuasaannya dengan melakukan investasi yang berlebihan dan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Karenanya, kadang kala untuk menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajer, maka perusahaan memilih alternatif hutang sehingga *excess cash flows* yang ada dalam perusahaan dapat diturunkan (Jansen, 1986; Jansen, 1992).

2.1.3. Kepemilikan Manajer (*Insider Ownership*)

Secara umum struktur kepemilikan (*Ownership structure*) didefinisikan sebagai distribusi ekuitas perusahaan dengan mempertimbangkan hak suara, dana yang dimiliki dan identitas dari pemilik ekuitas (Mathiessen, 2004). Dalam kurun

waktu yang cukup lama tema ini cukup mendapatkan perhatian dari para peneliti, hal ini dibuktikan dengan adanya banyak penelitian yang dikembangkan untuk menghubungkan struktur kepemilikan perusahaan dengan berbagai fenomena ekonomi. Salah satu referensi penelitian klasik mengenai masalah ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Jansen dan Mecling (1976). Sedangkan dalam penelitiannya Cubbin dan Leach (1983) menggolongkan perusahaan - perusahaan dari berbagai jenis industri berdasarkan pengaruh struktur kepemilikan modal terhadap pengendalian perusahaan oleh manajemen. Dari penelitian tersebut ditemukan bahwa perbedaan struktur kepemilikan perusahaan ternyata berpengaruh terhadap pengendalian perusahaan, hal ini kemudian berpengaruh pada pengambilan keputusan perusahaan.

Ada berbagai kebijakan yang dapat diterapkan oleh para pemegang saham dalam mengatur distribusi modalnya atau kebijakan dalam membentuk struktur kepemilikan perusahaan yang mereka miliki. Ada sebagian perusahaan yang mengambil kebijakan kompensasi perusahaan bagi para manajernya dengan cara memberikan hak kepada para manajer untuk memiliki sebagian saham perusahaan (Ratnaningsih & Hartono, 2001). Secara khusus kepemilikan manajer terhadap perusahaan atau yang biasa dikenal dengan istilah *Insider Ownership* ini didefinisikan sebagai persentase suara yang berkaitan dengan saham dan *option* yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan (Mathiesen, 2004).

Secara empiris diperkirakan bahwa interaksi antara kebijakan keuangan perusahaan dan kepemilikan manajemen akan mempengaruhi karakter ekonomi dari perusahaan tersebut (Agrawal dan Koebar, 1996, Zhou, 2001). Kepemilikan

manajer (*insider ownership*) tersebut dapat menyebabkan munculnya *benefit* maupun *cost* bagi perusahaan, karena *insider ownership* tersebut kemudian memberikan dampak pada perilaku pihak manajemen (Jensen, 1992).

2.1.4. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan terfokus pada hubungan antara dua pelaku ekonomi yang saling bertentangan yaitu prinsipal dan agen. Prinsipal adalah pelaku ekonomi yang membayar orang lain untuk melakukan pekerjaan, sedangkan agen adalah pelaku ekonomi yang melakukan pekerjaan demi mendapatkan upah (Mathiesen, 2004). Teori ini mengasumsikan bahwa prinsipal maupun agen merupakan para pelaku ekonomi yang berpikiran rasional dan tindakannya semata - mata untuk kepentingan pribadi, akan tetapi mereka menemukan kesulitan dalam membedakan perbedaan atas preferensi, kepercayaan dan informasi . Hak dan kewajiban yang dimiliki oleh kedua belah pihak yaitu pihak agen dan pihak prinsipal dijelaskan secara terperinci dalam perjanjian kerja.

Berbagai konflik kepentingan (*Conflict of Interest*) yang kemudian muncul antara prinsipal dan agen yang disebabkan adanya hubungan keagenan atau *agency relationship*. Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu orang atau lebih (*prinsipal*) memerintah orang lain (*agen*) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberikan wewenang kepada agen untuk memberikan keputusan yang terbaik bagi prinsipalnya (Jensen & Meckling, 1976). Dalam perusahaan, prinsipal adalah orang - orang yang mengontrol manajemen yaitu para pemilik modal, sedangkan agen adalah orang yang menjalankan perusahaan, dalam hal ini adalah manajer. Dalam proses selanjutnya jika kedua belah pihak

mempunyai tujuan yang sama, yaitu memaksimalkan utilitas, maka dapat diyakini bahwa agen akan bertindak dengan cara - cara yang sesuai dengan kepentingan prinsipal. Untuk mencegah *moral hazard* dari pihak agen maka pihak prinsipal dapat membatasi *divergensi* kepentingannya dengan memberikan tingkat yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring cost*). Semuanya itu sering disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*) Secara umum, adalah tidak mungkin bagi prinsipal atau agen, pada tingkat biaya keagenan sebesar nol yang berarti tidak adanya pengeluaran perusahaan untuk mengatasi permasalahan akibat adanya hubungan agensi. Hal tersebut dapat diartikan bahwa agen akan membuat keputusan optimal berdasarkan kepentingan prinsipal.

2.1.4.1 Peran Kebijakan Perusahaan dalam Mengontrol Biaya Keagenan

Penelitian - penelitian terdahulu mengenai teori keagenan telah menemukan adanya beberapa alternatif yang dapat digunakan oleh kedua belah pihak (pihak prinsipal maupun pihak agen) untuk mengurangi *agency cost* yang muncul akibat adanya *conflict of interest* antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen.

Alternatif pertama yang dapat dipilih untuk menurunkan biaya agency (*agency cost*) adalah dengan meningkatkan *divident payout ratio*. Peningkatan terhadap *divident payment ratio* akan menyebabkan penurunan terhadap *Free Cash Flow*, hal tersebut mengakibatkan pihak manajer terpaksa harus mencari sumber pendanaan eksternal untuk pembiayaan atas investasi yang akan dilakukannya. Pembiayaan eksternal ini membawa dampak meningkatnya pengawasan oleh pihak luar seperti pengawas pasar modal, bank dan investor (Crutchley & Hansen, 1989).

Dengan adanya pengawasan dari pihak eksternal tersebut maka manajer akan lebih berhati - hati dalam memilih kebijakan yang dilakukannya, untuk menjaga kredibilitas perusahaan tersebut dimata mereka. Hal tersebut akan memberikan keuntungan pada para pemegang saham, karena tidak perlu terlalu mengawasi perilaku manajer. Senada dengan hal tersebut penelitian yang dilakukan oleh Dennis dan Serano (1996) mengenai pengaruh peningkatan terhadap *devident payout ratio* menunjukan bahwa implikasi tidak langsung dari peningkatan *devident payout ratio* adalah turunnya *agency cost* (Mathiesen, 2004).

Penelitian yang dilakukan oleh Cubbin dan Leech (1986) maupun penelitian yang dilakukan oleh Denis dan Denis (1994) menunjukan adanya alternatif pemecahan masalah keagenan yang lain (Mathiesen, 2004). Alternatif yang kedua yang dapat dipilih oleh perusahaan – perusahaan yang mengalami masalah keagenan ini adalah dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang Argumentasi yang digunakan untuk alternatif kedua ini sama dengan argumentasi dalam alternatif pertama, yaitu dengan adanya hutang berarti selain pihak pemegang saham akan ada pihak lain yang juga mengawasi kegiatan operasional perusahaan dalam hal ini kreditur. Berdasarkan penelitian - penelitian terdahulu (Jensen & Meckling, 1976; Chruchley & Hensen, 1989; Jansen, 1986) menemukan bahwa peningkatan hutang ternyata berpengaruh secara signifikan terhadap penurunan *conflict of interst* antara pemegang saham sebagai prinsipal dan pemegang saham sebagai agen.

Selain kedua alternatif di atas penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) menunjukan bahwa masih terdapat alternatif lain yang dapat dipilih. Alternatif lain yang dapat digunakan untuk mencapai tujuan tersebut adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Alternatif

ini dilakukan dengan asumsi bahwa dengan adanya kepemilikan manajer terhadap saham akan menyejajarkan kepentingan pihak manajemen sebagai agen dengan kepentingan pemegang saham, karena manajer menjadi bagian dari pemegang saham tersebut (Jansen & Meckling, 1976). Dengan demikian adanya kepemilikan manajer tersebut diharapkan dapat mengurangi kecenderungan pihak manajer untuk melakukan investasi secara berlebihan.

2.1.4.2 *Packing Order Hypotheses*

Pecking order hypotheses pertama kali dikemukakan oleh Donaldson pada tahun 1961 sebagai teori yang mencoba menjelaskan perilaku keuangan pada perusahaan (Waluyo & Kaaro, 2001). *Pecking order hypotheses* tersebut kemudian dikembangkan menjadi versi *pecking order hypotheses* termodifikasi yang dikemukakan melalui penelitian oleh Myers (1984) dan penelitian yang dilakukan Myers dan Majluf (1984). Versi modifikasi tersebut merevisi hipotesis *pecking order* sebelumnya, dengan memasukan pendapat bahwa adanya asimetri informasi dan biaya kebangkrutan juga berpengaruh terhadap pilihan struktur capital perusahaan. Pilihan struktur capital perusahaan tersebut juga meliputi manajemen *behaviour* terhadap *capital expenditure* (pembelanjaan modal) perusahaan yang bersangkutan.

Menurut teori *Pecking Orders hypotheses* (Myers, 1984, Myers & Majluf, 1984) dinyatakan bahwa manajer akan cenderung untuk membuat keputusan pembelanjaan modal berdasarkan aliran kas internal (*internal cash flow*) karena adanya asimetri informasi antara manajer tersebut dengan calon pemegang saham potensial. Asimetri informasi yang dimaksudkan disini adalah adanya gap informasi

dimana manajer tidak mengetahui seberapa besar potensi adanya pemegang saham baru bagi perusahaan. Implikasi dari adanya asimetri informasi tersebut untuk keputusan pembelanjaan modal perusahaan oleh manajer adalah bahwa para manajer akan memilih tingkat pembelanjaan modal yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini tanpa memperhatikan kepemilikan manajer (*insider ownership*) atas saham perusahaan. Dasar pengambilan keputusan tersebut adalah karena manajer bermaksud untuk menghindari under value shares yang mungkin dapat terjadi jika para pemegang saham potensial menganggap bahwa para manajer telah melakukan tindakan yang merugikan mereka jika manajer tahu seberapa besar potensi kepemilikan saham para pemegang saham potensial tersebut.

Penelitian - penelitian berikutnya yang dikembangkan berdasarkan topik *pecking order hypotheses* sebagian besar lebih mengacu pada dukungan terhadap model modifikasi yang telah dikemukakan oleh Myers (1984) dan penelitian yang dilakukan Myers dan Majluf pada tahun 1984 (Baskin, 1989; Griner & Gordon, 1995; Addedji, 1998; Sunder & Myers, 1999). Meskipun demikian tak jarang muncul penelitian - penelitian empiris yang hasilnya justru menyerang hipotesis yang dikemukakan oleh *pecking order* yang termodifikasi tersebut. Misalnya, berdasarkan penelitian yang dilakukan Nuri dan Archer (2001) ditemukan bahwa kekuatan penjelasan (*explanatory power*) dari *pecking order hypotheses* mengenai struktur capital perusahaan ternyata jauh lebih lemah daripada model *trade-off* terhadap struktur capital perusahaan. Chrinco dan Singha (2000) secara lebih terperinci mengemukakan suatu kritik terhadap model *pecking order* dalam penelitian empiris yang mereka lakukan. Adanya kontroversi terhadap *pecking order hypotheses* ini membuat tema penelitian ini menjadi lebih menarik untuk didalami

lebih lanjut. Sedangkan Sunder dan Myers (1999) melakukan penelitian yang menemukan model pengujian baru terhadap terjadinya *Pecking Order Hypothesis*. Hasil penelitian yang mereka lakukan menunjukkan adanya variasi hutang dapat dijelaskan melalui DEF (*Deficit in Funds*) dimana pembelanjaan modal (*capital expenditure*) merupakan salah satu dimensi yang menyusun DEF tersebut.

2.1.4.3. *Managerial Hypotheses*

Secara umum *managerial hypotheses* dalam teori keagenan membahas mengenai bagaimana hubungan kinerja keuangan manajemen dengan berbagai variabel mekanisme keuntungan yang diterima manajer (Mathiesen, 2004). Menurut *managerial hypotheses*, seorang manajer yang memiliki saham pada perusahaan (terdapat *insider ownership* dalam perusahaan) akan menggunakan aliran kas internal (*internal cash flow*) untuk membuat tingkat pembelanjaan modal berada pada posisi yang melebihi tingkat yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang lain (Griner & Gordon, 1995). Dari pernyataan tersebut terlihat bahwa *Managerial hypothesis* menyatakan adanya hubungan antara pembelanjaan modal dan kepemilikan saham (*insider ownership*). Konsep *managerial hypotheses* ini sejalan dengan salah satu alternatif yang ditawarkan oleh penelitian – penelitian sebelumnya untuk mengurangi biaya keagenan yang harus ditanggung perusahaan. Cara yang dimaksudkan tersebut adalah dengan mensejajarkan kepentingan pihak manajemen sebagai agen dengan pihak pemegang saham sebagai prinsipal dengan jalan menjadikan manajer sebagai pemegang saham.

Secara lebih mendalam, dalam penelitian yang dilakukan oleh Chakraborty dkk. (1999) dan penelitian yang dilakukan oleh Davies dkk. (2002) mengenai

managerial hypotheses menunjukkan bukti empiris terjadinya teori keagenan yang tertuang dalam Managerial Hypotheses. Bukti terjadinya konsep yang dinyatakan dalam managerial hypotheses tersebut ditunjukkan dengan adanya hubungan yang negatif antara tingkat pembelanjaan modal (*Capital expenditure*) yang dilakukan oleh perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajerial atau yang dikenal dengan istilah *insider ownership* (Griner & Gordon, 1995, Chakraborty dkk, 1999; Davies, 2002).

2.2. Pengembangan Hipotesis dan Kerangka Pemikiran Teoritis

2.2.1. Pengembangan Hipotesis

2.2.1.1. Pengaruh aliran kas internal terhadap pembelanjaan modal

Aliran kas internal (*Internal Cash Flow*) secara empiris terbukti sebagai salah satu variabel penentu pembelanjaan modal. Menurut teori *Pecking Orders hypotheses* (Myers, 1984, Myers dan Majluf, 1984) dinyatakan bahwa manajer akan cenderung untuk membuat keputusan pembelanjaan modal berdasarkan aliran kas internal (*internal cash flow*) karena adanya asimetri informasi antara manajer tersebut dengan calon pemegang saham potensial. Ketika manajer yang berusaha untuk memaksimalkan keuntungan para pemegang saham saat ini, mempunyai informasi bahwa tidak mungkin terdapat calon - calon pemegang saham potensial, investor - investor mengurangi harga yang mereka akan bayar terhadap saham - saham baru, karena para manajer akan menggunakan informasi tersebut sebagai dasar tindakan dalam kepentingan utama para pemegang saham saat ini. Implikasi dari adanya asimetri informasi tersebut untuk keputusan pembelanjaan modal perusahaan oleh manajer adalah bahwa para manajer akan memilih tingkat

pembelangan modal yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini tanpa memperhatikan kepemilikan manajer (*insider ownership*) tersebut atas saham perusahaan (Myers & Majluf, 1984). Selain itu *equity agency conflict* antara manajemen dengan pemegang saham dapat juga menyebabkan keputusan pembelangan berdasarkan kas internal, terutama jika perusahaan memiliki *excess cash flows* (Jansen, 1986). Manajemen akan cenderung meningkatkan kekuasaannya melalui investasi berlebihan dan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan, dengan menggunakan *Excess Cash Flow* tersebut. Pada *Manajerial hypotheses* dinyatakan bahwa seorang manajer yang tidak memiliki saham pada perusahaan (*insider ownership*) akan menggunakan aliran kas internal untuk membuat tingkat pembelangan modal menjadi lebih besar daripada batas tingkat pembelian modal yang dapat memaksimalkan kepentingan para pemegang saham (Griner & Gordon, 1995).

Dari penjelasan di atas terlihat bahwa *Pecking Order hypotheses* maupun *Manajerial hypotheses* sama - sama menekankan pentingnya aliran kas internal dalam menentukan tingkat pembelangan modal yang dilakukan oleh perusahaan. Atas dasar kondisi tersebut maka hipotesis penelitian yang pertama dalam penelitian ini dinyatakan sebagai berikut :

H1 : Aliran kas internal berpengaruh positif terhadap pembelangan modal

2.2.1.2 Pengaruh kepemilikan manajer terhadap pembelangan modal

Pecking Order Hypothesis mengasumsikan tidak terdapat konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham saat ini karena adanya asimetri informasi (Nuri dan Archer, 2001; Frank dan Goyal, 2002). Akibatnya, ada

tidaknya kepemilikan manajer (*insider ownership*) tidak akan memberikan pengaruh terhadap keputusan pembelanjaan modal perusahaan, sebab mereka sudah melakukan pembelanjaan perusahaan dalam proporsi yang sesuai dengan maksimalisasi kepentingan para pemegang saham perusahaan saat ini.

Sebaliknya pada *Managerial Hypotheses* justru dinyatakan bahwa adanya *insider ownership* diharapkan akan mengurangi kecenderungan manajer untuk melakukan investasi yang berlebihan (*over - invest*) (Griner dan Gordon, 1995; Chirinko dan Singha, 2000). Jadi menurut *Managerial hypothesis* ini, dinyatakan bahwa terdapat hubungan pengaruh dengan perbandingan terbalik atau bernilai koefisien negatif antara *insider ownership* dengan pembelanjaan modal. Selain itu, teori ini juga mengasumsikan bahwa adanya kepemilikan manajer (*Internal Ownership*) terhadap saham akan menyejajarkan kepentingan pihak manajemen sebagai agen dengan kepentingan pemegang saham, karena manajer menjadi bagian dari pemegang saham tersebut, sehingga manajer harus menggung akibat atas segala tindakan yang dilakukannya (Jansen dan Meckling, 1976).

Culture budaya masyarakat setiap negara dapat berpengaruh terhadap pelaksanaan kegiatan perusahaan. Indonesia sebagai lokasi penelitian merupakan negara yang tergolong cukup lama di jajah oleh negara lain, akibatnya ada keenderungan budaya "*self defense*" yang cukup tinggi. Akibatnya *conflict of interest* antara para pemegang saham sebagai prisipal maupun para manajer sebagai agen semakin diperuncing rasa saling tidak percaya. Dengan adanya kepemilikan manajer dalam perusahaan dapat mengurangi jurang perbedaan yang terjadi karena adanya kesejajaran posisi keduanya. Karena itu, penelitian ini menghipotesiskan

bahwa untuk perusahaan - perusahaan di Indonesia maka managerial hypothesislah yang berlaku. Sehingga hipotesis kedua yang akan diuji dalam penelitian ini adalah :

H2 : Tingkat kepemilikan manajer berpengaruh negatif terhadap pembelanjaan modal .

2.2.1.3. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembelanjaan modal perusahaan

Sebuah penelitian membutuhkan pengontrolan terhadap berbagai variabel lain yang mungkin akan berpengaruh terhadap variabel penelitian yang diteliti. Walaupun secara empirik beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya telah menemukan bagaimana pengaruh variabel aliran kas internal dan kepemilikan manajer terhadap *capital expenditure* namun ukuran perusahaan merupakan hal yang penting untuk diteliti mengingat adanya pendapat yang menyatakan bahwa perusahaan – perusahaan besar mempunyai kecenderungan mempunyai persentase kepemilikan saham oleh manajer hanya dalam jumlah kecil (Jensen, 1992).

Selain itu ukuran perusahaan menjadi hal yang penting karena semakin besar ukuran perusahaan maka akan membutuhkan dukungan sumberdaya yang semakin besar pula sehingga tingkat pembelanjaan modalnya menjadi semakin tinggi.

Demikian juga berlaku sebaliknya semakin kecil perusahaan maka tingkat pembelanjaan modalnya menjadi semakin rendah (Waluyo dan Kaaro, 2002; Barton, 1989).

H3 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembelanjaan modal.

2.2.1.4. Pengaruh intensitas modal terhadap pembelanjaan modal perusahaan.

Dalam melakukan investasi perusahaan harus selalu mempertimbangkan peluang atau prospek perusahaan dalam memperebutkan pasar, dengan demikian perusahaan dapat menghindari tingkat pembelanjaan modal yang terlalu tinggi. Commanor dan Wilson (1972) menyatakan bahwa indikator prospek perusahaan dimasa mendatang yang dapat digunakan dalam penelitian adalah intensitas modal, dimana intensitas modal mencerminkan seberapa besar modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan pendapatan (Waluyo dan Kaaro, 2002; Hartono, 2000). Sehingga, variabel ini intensitas modal perusahaan dapat dijadikan sebagai indikator prospek perusahaan dalam memperebutkan pasar (Waluyo dan Kaaro, 2002). Intensitas modal dimasukan sebagai variabel kontrol untuk mengontrol perbedaan dalam kebutuhan akan bangunan, tanah dan peralatan. Tanpa kontrol ini, maka hubungan bivariate yang telah dilakukan dapat menjadi bias karena perusahaan – perusahaan yang mempunyai permintaan yang mirip untuk bangunan, tanah dan peralatan akan mempunyai pola aliran kas internal dan struktur kepemilikan yang mirip (Griner dan Gordon, 1995). Variabel tersebut diprediksikan mempunyai pengaruh terhadap pembelanjaan modal. Karena itu hipotesis penelitian berikutnya dalam penelitian ini dinyatakan sebagai berikut :

H4 : Intensitas modal berpengaruh positif terhadap pembelanjaan modal.

2.2.1.5. Pengaruh aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan.

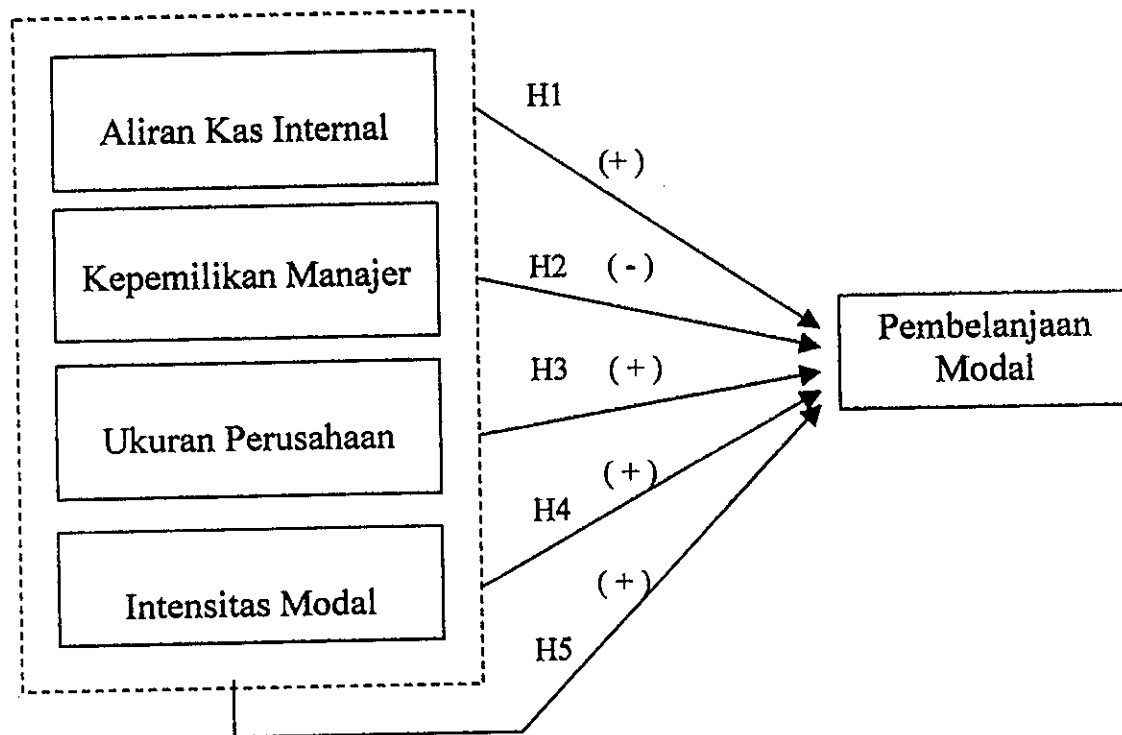
Dari keempat hipotesis yang telah dirumuskan diatas, secara garis besar dapat diprediksikan bahwa variabel aliran kas internal, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan intensitas modal masing - masing mempunyai pengaruh terhadap tingkat pembelanjaan modal yang dilakukan perusahaan. Dan ketika suatu keputusan akan diambil, perusahaan tidak hanya mempertimbangkan satu variabel saja, akan tetapi juga mempertimbangkan sekaligus beberapa variabel. Karena itu, dalam penelitian ini kemudian diprediksikan bahwa aliran kas internal, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan maupun intensitas modal secara bersama - sama mempunyai pengaruh terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan.

H5 : Aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal berpengaruh terhadap pembelanjaan modal.

2.2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan landasan teori dan perumusan hipotesis penelitian yang telah dijelaskan di atas, maka kerangka pikir dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Penelitian ini dilakukan terhadap populasi perusahaan - perusahaan *go public* yang listing di Bursa Efek Jakarta. Dalam penelitian ini, untuk menentukan perusahaan yang menjadi sampel dari populasi, digunakan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah metode pemilihan sampel berdasarkan tujuan atau target tertentu (Indriantoro dan Supomo, 2002). Dari populasi tersebut dipilih sampel perusahaan pada kelompok industri manufaktur. Hal tersebut didasarkan pada data yang menunjukkan bahwa industri manufaktur merupakan kelompok industri terbesar dibandingkan dengan kedelapan kelompok industri lainnya. Kriteria – kriteria lain yang digunakan sebagai pertimbangan dalam pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling* dalam penelitian ini adalah :

1. Perusahaan selalu mempublikasikan laporan keuangan mereka per tanggal 31 Desember pada kurun waktu 5 tahun terakhir yaitu dari tahun 1998 sampai dengan 2002.
2. Perusahaan memiliki kelengkapan data yang berkaitan dengan proporsi kepemilikan manajemen, aliran kas internal, ukuran perusahaan dan intensitas modal.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan adalah data kuantitatif. Data kuantitatif adalah data yang menunjuk pada jumlah atau banyaknya sesuatu (Indriantoro, 2002). Periode data yang dikumpulkan untuk dianalisis adalah periode data 1998 sampai dengan tahun 2002. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari media cetak dan media elektronik di Indonesia. Media cetak yang digunakan adalah harian Bisnis Indonesia dan *Indonesian Capital market Directory* selama periode yang menjadi sampel penelitian (laporan keuangan dari kurun waktu 1998 sampai dengan tahun 2002). Sedangkan media elektronik yang digunakan adalah database laporan keuangan yang diperoleh dari Pojok BEJ dan situs internet *www.jsx.com*. Adapun data kuantitatif yang dibutuhkan tersebut meliputi data mengenai aliran kas internal, data persentase kepemilikan manajerial terhadap keseluruhan saham yang ada, tingkat penjualan perusahaan yang diproksi sebagai ukuran perusahaan, unsur – unsur laporan keuangan yang digunakan untuk menghitung tingkat intensitas modal perusahaan, dan tingkat pembelanjaan modal dari perusahaan - perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

3.3. Definisi Variabel Operasional

3.3.1. Pembelanjaan Modal

Pembelanjaan modal (*Capital Expenditure*) secara definitif diartikan sebagai pengorbanan ekonomis yang dilakukan untuk memperoleh atau melakukan *up-grade* asset - asset perusahaan. Pembelanjaan Modal dapat juga diartikan sebagai pengeluaran dana yang dilakukan pihak manajemen untuk membiayai tambahan asset yang diperlukan guna mendukung pertumbuhan perusahaan (Nuri

dan Archer, 2001; Griner dan Gordon, 1995). Variabel Pembelanjaan modal dalam penelitian ini diproksi dari selisih aktiva tetap tahun ini dengan tahun sebelumnya (Nuri dan Archer, 2001; Griner dan Gordon, 1995). Secara matematis variabel pembelanjaan modal diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Capexp}_t = \text{Fixed aset}_t - \text{Fixed aset}_{t-1} \dots\dots\dots (1)$$

Dimana :

Capexp_t : Pembelanjaan modal pada tahun ke-t

Fixed aset_t : Total aktiva tetap pada tahun ke - t

Fixed aset_{t-1} : Total aktiva tetap pada 1 tahun sebelum tahun ke t

3.3.2. Aliran Kas Internal

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Lehn dan Pulsen (1989) dan Lang (1991) aliran kas internal (*Internal Cash Flow*) didefinisikan sebagai aliran kas suatu perusahaan pada suatu periode tahun tertentu, yang diproksi oleh keuntungan bersih perusahaan setelah melakukan pembayaran hutang dan pajak (Griner & Gordon, 1995). Dalam penelitian berikutnya, Nuri dan Archer (2001) kemudian menyederhanakan metode pengukurannya dengan menggunakan pengukuran aliran kas internal berdasarkan *Net Income*. Berdasarkan penelitian tersebut maka nilai nilai aliran kas internal dalam penelitian ini kemudian diproksi dari net operating income perusahaan. Karena itu pengukuran variabel aliran kas internal dalam penelitian ini dapat diformulasikan matematis sebagai berikut :

$$\text{Flow}_{t-1} = \text{Net Income}_{t-1} \dots\dots\dots (2)$$

Dimana :

Flow_t : aliran kas internal pada 1 tahun sebelum tahun ke - t

Net Income_t : laba bersih pada 1 tahun sebelum tahun ke -t

3.3.3. Kepemilikan Manajer

Kepemilikan manajer terhadap perusahaan atau yang biasa dikenal dengan istilah *Insider Ownership* didefinisikan sebagai persentase suara yang berkaitan dengan saham dan *option* yang dimiliki oleh para pengambil keputusan dalam suatu perusahaan. Nilai kepemilikan manajer (*Insider ownership*) diperoleh dari persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh direksi dan komisaris (Hartono dan Retnaningsih, 2000). Variabel kepemilikan manajer ini secara matematis diformulasikan sebagai berikut :

$$IO = \frac{\text{Saham yang dimiliki oleh direksi dan komisaris}}{\text{Total saham}} \times 100 \% \quad \dots\dots(3)$$

Dimana : IO : Proprsori kepemilikan saham oleh manajer.

3.3.4. Ukuran Perusahaan

Salit dan Sankar pada tahun 1975 menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat diproksi dari penjualan (Waluyo dan Kaaro, 2002). Penelitian ini menggunakan metode pengukuran perusahaan seperti penelitian yang dilakukan Salit dan Sankar tersebut. Penjualan atau sales didefinisikan sebagai nilai penjualan yang dihasilkan perusahaan pada periode tertentu dalam satuan jutaan rupiah. Variabel ini dimunculkan dengan maksud sebagai variabel lain yang mungkin mempengaruhi tingkat atau besarnya pembelanjaan modal perusahaan selain pengaruh yang berasal dari variabel utama penelitian yaitu variabel aliran kas internal dan variabel kepemilikan manajer dalam perusahaan.

$$\text{Size}_t = \text{Net Sales}_t \quad \dots\dots\dots(3)$$

Dimana :

Size_t : ukuran perusahaan pada tahun ke - t
 Net Sales_t : tingkat penjualan perusahaan pada tahun ke - t

3.3.5. Intensitas Modal (capital intensity)

Indikator prospek perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah intensitas modal, dimana intensitas modal mencerminkan seberapa besar modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan pendapatan (Waluyoo dan Kaaro, 2002; Hartono, 2000). Intensitas modal didefinisikan sebagai rasio antara fixed asset seperti peralatan pabrik, mesin dan berbagai properti terhadap aset total. Rasio ini menggambarkan seberapa besar aset perusahaan diinvestasikan dalam bentuk fixed asset. Variabel ini diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Capint} = \frac{\text{Fixed aset}_t}{\text{Total Asset}} \times 100 \% \quad \dots (4)$$

Dimana :

Capint_t : Intensitas modal pada tahun ke-t

Fixed aset_t : Total aktiva tetap pada tahun ke - t

Total aset_t : Total aktiva pada tahun ke t

3.4. Analisis Data

3.4.1. Model Penelitian

Untuk menguji kekuatan variabel penentu (aliran kas internal, proporsi kepemilikan manajemen, ukuran perusahaan maupun intensitas modal) terhadap kebijakan Pembelanjaan Modal maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan model persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square* - OLS) dengan model dasar sebagai berikut :

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Flow}_{t-1} - \beta_2 \text{IO}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Capint}_{t-1} + e \quad \dots (5)$$

Dimana :

Capexp_t : Pembelanjaan modal pada tahun ke-t

Flow_{t-1} : aliran kas internal pada 1 tahun sebelum tahun ke - t

IO_t : Proporsi kepemilikan saham oleh manajer pada tahun ke - t

Size_{t-1} : Ukuran Perusahaan pada 1 tahun sebelum tahun ke - t

Capint_{t-1} : Intensitas modal pada 1 tahun sebelum tahun ke-t

Peacking Order Hyphoteses maupun *Managerial Hyphotesis* menyatakan bahwa aliran kas internal perusahaan mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap tingkat pembelanjaan modal. Pengujian ini dilakukan sebagai dasar untuk membuktikan adanya teori *Peacking Order Hyphoteses* maupun *Managerial Hyphotesis* yang terjadi. Keduanya memprediksikan bahwa β_1 akan bernilai positif dan signifikan setiap tahun. Jika dalam penelitian yang dilakukan, diperoleh β_1 yang bernilai positif dan signifikan, maka hipotesis penelitian yang pertama diterima.

Pada manajerial hypotesis dinyatakan bahwa adanya insider ownersip diharapkan akan mengurangi kecenderungan manajer untuk melakukan investasi secara berlebihan, maka terdapat pengaruh yang bernilai negatif antara insider ownership dengan capital expenditure. Jika dalam penelitian yang dilakukan, diperoleh β_2 yang bernilai negatif dan signifikan setiap tahun maka hipotesis penelitian yang kedua diterima. Sebaliknya, jika hasil penelitian menunjukkan tidak adanya hubungan antara *capital expenditure* dengan *insider ownership* berarti *Peacking Order Hypothesis* terpenuhi, karena hipotesis ini mengasumsikan tidak terjadi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga tidak terdapat hubungan antara *capital expenditure* dan *insider ownership*.

Semakin besar ukuran perusahaan akan membutuhkan dukungan sumberdaya yang semakin besar pula sehingga tingkat pembelanjaan modalnya menjadi semakin tinggi (Waluyo dan Kaaro, 2002; Barton, 1989). Sehingga dihipotesiskan β_3 akan bernilai positif dan signifikan setiap tahun. Jika dalam penelitian yang dilakukan,

diperoleh β_3 yang bernilai positif dan signifikan, maka hipotesis penelitian yang ketiga diterima.

Varibel intensitas modal perusahaan dapat dijadikan sebagai indikator prospek perusahaan dalam memperebutkan pasar (Waluyo dan Kaaro, 2002). Dihipotesiskan β_4 akan bernilai positif dan signifikan setiap tahun. Jika dalam penelitian yang dilakukan, diperoleh β_4 yang bernilai positif dan signifikan, maka hipotesis penelitian yang keempat diterima.

3.4.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini meliputi pengujian model penelitian secara parsial maupun pengujian model penelitian secara serentak (*multivariate analysis*). Namun, sebelum dilakukan pengujian parsial maupun serentak terlebih dahulu data diuji dengan menggunakan uji asumsi klasik.

3.4.2.1 Model Penelitian

Untuk menguji kekuatan variabel penentu (aliran kas internal, proporsi kepemilikan manajemen, ukuran perusahaan maupun intensitas modal) terhadap kebijakan Pembelanjaan Modal maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi dengan model dasar sebagai berikut :

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Flow}_{t-1} - \beta_2 \text{IO}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Capint}_{t-1} + e$$

Dimana :

- Capexp_t : Pembelanjaan modal pada tahun ke-t
- Flow_t : aliran kas internal pada tahun ke - t
- IO : Proporsi kepemilikan saham oleh manajer.
- Size : Ukuran Perusahaan
- Capint_t : Intensitas modal pada tahun ke-t

3.4.2.2 Uji Asumsi Klasik

Selain melakukan pengujian secara parsial maupun secara simultan, data terlebih dahulu diuji dengan menggunakan uji asumsi klasik normalitas. Hal tersebut diperlukan karena syarat dalam uji statistik parametrik adalah data yang digunakan berdistribusi normal. Selain uji normalitas data, penelitian ini juga melakukan pengujian untuk memenuhi asumsi klasik lainnya yaitu uji multikolinearitas, uji autokorelasi, uji heterokedasitas dengan tujuan agar hasil analisis data dalam penelitian ini dapat lebih akurat.

1. Uji Normalitas

Dalam model regresi yang baik variabel terikat maupun variabel bebasnya diharapkan untuk memiliki distribusi normal atau mendekati normal, karena itu uji normalitas perlu dilakukan. Untuk menguji apakah data terdistribusi normal atau tidak, dapat digunakan metode analisis grafik, *Shapiro - Wilk test* atau *Kolmogorov - Smirnov test*. Dalam penelitian ini untuk menguji normalitas data digunakan uji Kolmogorov – Smirnov yang didukung oleh analisis grafik.

Apabila analisis normalitas data dengan menggunakan model data tersebut menunjukkan bahwa pada model data tersebut selama periode yang diteliti mempunyai nilai sig. Kolmogorov - Smirnov lebih kecil dari alfa yang digunakan (0.05) maka kita dapat menyimpulkan bahwa data yang ada belum berdistribusi normal. Hal tersebut menyebabkan model penelitian yang ada harus diperbaiki agar asumsi normalitas yang disyaratkan dalam penelitian dapat terpenuhi. Agar dapat memenuhi asumsi normalitas data, maka model pengujian data diubah menjadi bentuk natural log baik untuk variabel independennya

maupun variabel dependennya (Gujarati, 2003; Gaynor, 1994). Sehingga model penelitian ini kemudian berubah menjadi :

$$LCapexp_t = \beta_0 + \beta_1 LFlow_{t-1} - \beta_2 LIO_t + \beta_3 LSize_t + \beta_4 LCapint_{t-1} + e$$

Dimana :

- LCapexp_t : Log Natural Pembelanjaan modal pada tahun ke-t
- LFlow_t : Log Natural aliran kas internal pada tahun ke - t
- LIO : Log Natural Proporsi kepemilikan saham oleh manajer.
- LSize : Log Natural Ukuran Perusahaan
- LCapint_t : Log Natural Intensitas modal pada tahun ke-t

Perubahan pada model penelitian tersebut berpengaruh terhadap cara interpretasi output SPSS yang dihasilkan pada data. Dalam model log natural ini besarnya koefisien β yang dihasilkan dalam regresi menunjukan elastisitas. Tiap koefisien regresi dapat diinterpretasikan dengan cara sebagai berikut : tiap satu persen perubahan dalam tiap variabel independen , akan mengakibatkan perubahan hasil dependen variabel sebesar nilai β variabel yang bersangkutan (Gujarati , 2003).

Sedangkan metode analisis grafik dapat dilakukan dengan melihat grafik normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Suatu model regresi dikatakan memenuhi asumsi normalitas jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Sebaliknya, jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tersebut dikatakan tidak memenuhi asumsi normalitas.

2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolienaritas dilakukan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independen*). Hal ini perlu dilakukan karena model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebasnya. Untuk menguji apakah terdapat multikolinieritas pada data penelitian dapat dilakukan dengan melihat *tolerance value* ataupun dari *Variance Inflation Factor (VIF)*. Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Suatu model penelitian dikatakan memenuhi asumsi multikolienaritas apabila data tersebut tidak melanggar ketentuan batas dari VIF dan nilai tolerance sesuai ketentuan yang telah ditetapkan. Ketentuan batas dari VIF adalah sebesar 10, sedangkan batas dari nilai tolerance adalah sebesar 0.1 (10 %). Jika nilai VIF lebih besar atau sama dengan 10 maka dapat disimpulkan telah terjadi multikolienaritas. Selain itu, jika nilai tolerance kurang dari 0.10 maka dapat disimpulkan juga bahwa pada data tersebut telah terjadi multikolienaritas.

3. Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah di dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode sebelumnya. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain karena itu untuk data *crossection* jarang terjadi masalah autokorelasi. Ada beberapa cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi terjadinya autokorelasi yaitu Uji Durbin - Watson, Uji Lagrange Multiplier, Uji Statistik Q, atau uji Breusch - Godfrey. Dalam

penelitian ini metode pengujian yang dipilih untuk digunakan adalah metode pengujian Durbin - Watson.

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual tiap pengamatan. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi Heteroskedastisitas, atau dengan kata lain terjadi homokedastisitas pada data penelitian yang ada. Untuk mendeteksi terjadinya heterokedastisitas dapat digunakan beberapa metode antara lain : *Uji Park*, *Uji Glejser*, *Uji White* atau dapat juga dilakukan dengan membaca grafik plot. Dalam penelitian ini pengujian ada tidaknya heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji glejser dan uji grafik.

Uji Glejser dilakukan dengan cara mengganti variabel dependen yang digunakan pada model regresi awal dengan nilai absolut residual. Sedangkan variabel bebas yang ada tidak diubah. Nilai alfa yang digunakan sebesar 0.05. Tidak terjadi heteroskedastisitas pada data yang ada disimpulkan dari hasil tampilan output SPSS yang menunjukkan tidak adanya variabel bebas yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat nilai absolut residual pada periode yang diteliti. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi semua variabelnya berada di atas atau lebih besar dari tingkat kepercayaan yang telah ditentukan sebelumnya (α sebesar 5 %).

Metode lain yang digunakan dalam penelitian ini untuk melihat ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan juga dengan cara melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) sebagai sumbu y dengan residualnya (SRESID) sebagai sumbu x. Data dalam suatu model penelitian dikatakan tidak mengalami heteroskedastisitas jika grafik scatterplotnya tidak membentuk suatu pola tertentu.

3.4.2.3 Pengujian Parsial

Untuk menguji tiap hipotesis yang telah dimodelkan diatas secara parsial, penelitian ini akan menggunakan model regresi SPSS dengan *t - test models* (Hair dkk, 1995). Pengujian signifikansi untuk tiap - tiap variabel independen dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$t_{hitung} = \frac{\beta_i}{Se(\beta_i)}$$

Dimana :

$Se(\beta_i)$ = standar error dari variabel independen i

β_i = koefisien regresi variabel independen i

Penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi yang masih bisa ditolerir sebesar 5 % sama seperti pada penelitian yang dilakukan Griner dan Gordon (1995). Dengan menggunakan tingkat signifikansi yang masih bisa ditolerir adalah 5 %, dan $df = n - (k + 1)$, maka pada pengujian parsial ini, jika terbukti bahwa *t - hitung* lebih besar daripada *t - tabel*, berarti variabel independen yang diuji (aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan atau intensitas modal) berpengaruh secara signifikan pada variabel dependennya yaitu variabel pembelanjaan modal. Demikian juga sebaliknya, jika *t - hitung* lebih kecil daripada *t - tabel*, berarti variabel independen yang diuji (aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan atau intensitas modal) tidak berpengaruh secara signifikan pada variabel dependennya yaitu variabel pembelanjaan modal.

3.4.2.3 Pengujian Simultan (*Multivariate Analysis*)

Pengujian berikutnya adalah pengujian terhadap model penelitian yang telah dirumuskan diatas secara serentak. Untuk itu digunakan uji - F sehingga dapat diketahui signifikansi pengaruh secara serentak dari kombinasi beberapa variabel. Secara teoritis uji - F ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$F\text{-hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

Dimana :

R^2 = explained sum squares - ESS

$(1 - R^2)$ = residual sum squares - RSS

n = banyaknya observasi

k = banyaknya variabel

Dengan tingkat signifikansi yang masih bisa ditolerir adalah 10 %, dan $df = n - (k + 1)$, maka jika pada pengujian multivariat ini terbukti bahwa F - hitung lebih besar daripada F - tabel, berarti secara bersama - sama variabel - variabel independen yang ada (penjualan, aliran kas internal dan kepemilikan manajemen) berpengaruh pada variabel dependennya yaitu variabel pembelanjaan modal. Demikian juga sebaliknya jika pada pengujian multivariat ini, jika terbukti bahwa F - hitung lebih kecil daripada F - tabel, berarti secara bersama - sama variabel - variabel independen yang ada (penjualan, aliran kas internal dan kepemilikan manajemen) tidak berpengaruh pada variabel dependennya yaitu variabel pembelanjaan modal.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1. Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur

Dari seluruh perusahaan – perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta pada akhir tahun 2002 (*Indonesian Capital Market Directory*, 2003) dalam penelitian ini secara khusus populasi yang dipilih adalah perusahaan jenis usaha manufaktur. Pemilihan tersebut karena perusahaan manufaktur merupakan kelompok industri yang memiliki persentasi suara terbesar dibandingkan dengan kelompok industri lainnya. Dari 556 perusahaan yang listing di BEJ, 157 perusahaan merupakan perusahaan manufaktur, sedangkan 399 perusahaan lainnya terbagi dalam sembilan kelompok industri lainnya. Masing – masing kelompok industri tidak ada yang terdiri dari perusahaan yang berjumlah lebih besar dari 157. (*Indonesian Capital Market Directory*, 2003).

Perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini ditentukan berdasarkan metode *purposive sampling*, dengan berbagai kriteria tertentu yang dijadikan bahan pertimbangan. Perusahaan Manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta sampai akhir tahun 2002 adalah sebanyak 157 perusahaan. Perusahaan - perusahaan manufaktur ini kemudian digolongkan secara lebih spesifik lagi ke dalam 20 bidang usaha / kelompok usaha manufaktur. Tabel 4.2 menunjukkan penggolongan perusahaan – perusahaan berdasarkan bidang usaha manufaktur tersebut.

Tabel 4.1
Kelompok - Kelompok Industri Pada Perusahaan Manufaktur
di Bursa Efek Jakarta

| Kelompok Industri | Jumlah Perusahaan | Persentase |
|---|------------------------------|-------------------|
| Food and Bavarages | 23 | 14.6 % |
| Tobacco Manufactures | 3 | 1.9% |
| Textile Mile Product | 9 | 5.7% |
| Apprel And Allied Product | 16 | 10.2% |
| Chemical and Allied Producr | 5 | 3.1% |
| Lumber and Wood Product | 6 | 3.8% |
| Pepper and Allied Product | 8 | 5.1% |
| Adhesive | 4 | 2.5% |
| Plastik and Glass Product | 13 | 8.3% |
| Cement | 3 | 1.9% |
| Metal and Glass Product | 12 | 7.6% |
| Fabricated Metal Product | 3 | 1.9% |
| Stone, Clay, Glass and Concrete Product | 5 | 3.2% |
| Machienery | 2 | 1.3% |
| Cable | 6 | 3.8% |
| Electronic and Office Equipment | 5 | 3.1% |
| Automotive and Allied Products | 17 | 10.8% |
| Photographic Equipment | 3 | 1.9% |
| Pharamaceuticats | 10 | 6.3% |
| Consumer Goods | 4 | 2.5% |

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2003

Dari 157 perusahaan manufaktur tersebut, terdapat 29 perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan secara tepat waktu selama lima – tahun berturut – turut. Laporan keuangan dipublikasikan tepat waktu jika pada ICMD tahun yang

bersangkutan laporan keuangan itu sudah tercantum. Sedangkan perusahaan yang tidak mempunyai kelengkapan data sehubungan dengan variabel yang diteliti sebanyak 69 perusahaan. Berdasarkan kriteria purposive sampling tersebut maka diperoleh sebanyak 59 perusahaan perusahaan yang dapat dijadikan sampel penelitian ini. Dalam penelitian ini yang termasuk dalam perusahaan sampel adalah perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta tepat waktu selama kurun waktu 5 tahun terakhir (tahun 1998 sampai dengan 2002) dan mempunyai kelengkapan data mengenai variabel yang digunakan dalam model penelitian. Adapun proses penentuan perusahaan – perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian berdasarkan kriteria – kriteria tertentu tersebut ditunjukkan pada Tabel 4.1.

Tabel 4.2
Kriteria Penentuan Sampel Penelitian

| KRITERIA | Jumlah Perusahaan |
|---|-------------------|
| Populasi : Perusahaan Go Public yang listing di BEJ (berdasar <i>Indonesian Capital Market Directory 2003</i>) | 556 |
| Perusahaan yang bukan perusahaan Manufaktur | (339) |
| | 157 |
| Perusahaan yang tidak mempublikasikan secara berturut – turut Laporan keuangan lima tahun terakhir (tahun 1998 s/d 2002). | (29) |
| | 128 |
| Perusahaan yang tidak mempunyai kelengkapan data mengenai variabel yang diteliti (Kepemilikan Manajerial) | (69) |
| Sampel Penelitian | 59 |

Sumber : Data sekunder yang diolah.

4.1.2 Gambaran Umum Perusahaan Sampel

Perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki tingkat laba rugi yang bervariasi. Dari 59 perusahaan yang menjadi sampel penelitian ternyata sebagian besar perusahaan mengalami kerugian (sebesar 52.54 %). Lebih lanjut penggolongan sampel penelitian berdasarkan laba – rugi perusahaan tampak pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3
Penggolongan Perusahaan Berdasar Laba / Rugi

| Laba / Rugi Perusahaan | Persentase % |
|-------------------------------|-------------------------|
| < - 100.000,00 | 15,25 |
| -100.000,00 s/d 0 | 37,29 |
| 0 s/d 100.000,00 | 42,37 |
| >100.000,00 | 5,09 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Ukuran perusahaan yang menjadi sampel penelitian yang diproksi dari tingkat penjualan perusahaan juga bervariasi. Sebanyak 47.46 % perusahaan dari 59 perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki tingkat penjualan sebesar dalam kisaran 100.000.000.0000,00 sampai dengan 599.999.999,99. Sedangkan persentase terkecil adalah perusahaan dengan tingkat penjualan dibawah 100.000.000.000,00. Lebih lanjut penggolongan sampel penelitian berdasarkan tingkat penjualan perusahaan tampak pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4
Penggolongan Perusahaan Berdasar Tingkat Penjualan

| Tingkat Penjualan (dalam Jutaan Rupiah) | Persentase % |
|--|-------------------------|
| < 100.000,00 | 13,56 |
| 100.000,00 s/d 599.999,99 | 47,46 |
| 600.000,00 s/d 1.000.000,00 | 15,25 |
| > 1.000.000,00 | 23,73 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Aktiva tetap yang dimiliki perusahaan yang menjadi sampel penelitian juga bervariasi. Dari 59 perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki aktiva tetap perusahaan golongan terbesar merupakan perusahaan yang memiliki aktiva tetap antara 100.000.000.000,00 sampai dengan 599.999.999,99 yaitu sebesar 47.47 %. Sedangkan persentase terkecil adalah perusahaan dengan tingkat aktiva tetap perusahaan lebih besar dari 1.000.000.000.000,00. Lebih lanjut penggolongan sampel penelitian berdasarkan tingkat penjualan perusahaan tampak pada Tabel 4.5.

Tabel 4.5
Penggolongan Perusahaan Berdasar Aktiva Tetap

| Aktiva Tetap Perusahaan | Persentase % |
|--------------------------------|-------------------------|
| < 100.000,00 | 30,52 |
| 100.000,00 s/d 599.999,99 | 42,37 |
| 600.000,00 s/d 1.000.000,00 | 13,56 |
| > 1.000.000,00 | 13,56 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Total aktiva yang dimiliki perusahaan yang menjadi sampel penelitian juga bervariasi. Dari 59 perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki total aktiva perusahaan golongan terbesar merupakan perusahaan yang memiliki aktiva tetap antara 100.000.000.000,00 sampai dengan 599.999.999,99 yaitu sebesar 55,93 %. Sedangkan persentase terkecil adalah perusahaan dengan tingkat aktiva tetap perusahaan lebih besar dari 1.000.000.000.000,00. Lebih lanjut penggolongan sampel penelitian berdasarkan tingkat penjualan perusahaan tampak pada Tabel 4.5.

Tabel 4.6
Penggolongan Perusahaan Berdasar Total Aktiva

| Total Aktiva Perusahaan | Persentase % |
|--------------------------------|-------------------------|
| < 100.000,00 | 15,25 |
| 100.000,00 s/d 599.999,99 | 55,93 |
| 600.000,00 s/d 1.000.000,00 | 18,65 |
| > 1.000.000,00 | 10,17 |

Sumber : Data sekunder yang diolah.

4.2. Proses dan Hasil Analisis

4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik sebagai alat prediksi apabila mempunyai sifat *best, linearity, unbiased, estimated* (Gujarati, 1995). Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan apakah suatu model analisis dapat dilakukan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini adalah uji normalitas, multikolimaritas, autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

4.2.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan pengujian statistik yang dilakukan dengan tujuan mengetahui apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya memiliki distribusi normal atau tidak. Model Regresi yang baik merupakan suatu model yang memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Ghozali, 2004). Dalam penelitian ini pengujian data dilakukan dengan cara :

a. Uji Kolmogorov - Smirnov

Pengujian normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan pengujian Kolmogorov - Smirnov. Dalam pengujian *SPSS* dengan menggunakan metode *Kolmogorov - Smirnov*, suatu data dikatakan berdistribusi normal jika nilai *z Kolmogorov - Smirnov* lebih besar daripada nilai alfa yang telah ditentukan sebelumnya (Ghozali, 2002). Dalam penelitian ini, digunakan nilai alfa sebesar 0.05. Hasil pengujian data dengan berdasarkan metode *Kolmogorov - Smirnov* yang dilakukan dengan menggunakan *SPSS* dapat dilihat pada data tabel 4 . 7 berikut ini.

Tabel 4.7
Uji Kolmogorov - Smirnov Satu Sampel

| | | Unstandardize Residual |
|----------------------------|----------------|---------------------------|
| N | | 70 |
| Normal Parameters | Mean | .0023795 |
| | Std. Deviation | 589863.625 |
| Most Extrme Differences | Absolute | .238 |
| | Positive | .238 |
| | Negative | -.147 |
| Kolmogorov – Smirnov Z | | 1.992 |
| asympt. Sig (2tail) | | .001 |

Sumber : Data Sekunder yang diolah

Analisis data menunjukkan bahwa pada model data selama lima tahun, diperoleh nilai sig. Kolmogorov - Smirnov sebesar 0.001. Dengan menggunakan tingkat alfa sebesar 0.05 (5 %) maka kita dapat menyimpulkan bahwa data yang ada belum berdistribusi normal. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat dikatakan model penelitian yang ada harus diperbaiki agar salah satu kriteria yang harus dipenuhi dalam asumsi klasik yaitu normalitas data dapat terpenuhi.

Agar dapat memenuhi asumsi normalitas data maka model pengujian data kemudian diubah menjadi bentuk natural log baik untuk variabel independennya maupun variabel dependennya. Pengujian normalitas untuk model penelitian yang baru dilakukan dengan menggunakan pengujian Kolmogorov - Smirnov. Sama seperti pada model sebelumnya, suatu data dikatakan berdistribusi normal jika nilai z Kolmogorov - Smirnov lebih besar daripada nilai alfa yang telah ditentukan sebelumnya (Ghozali, 2002). Dalam penelitian ini, digunakan nilai alfa sebesar 0.05. Hasil pengujian data dengan berdasarkan metode Kolmogorov - Smirnov yang dilakukan dengan menggunakan SPSS dapat dilihat pada data tabel 4 . 8 berikut ini.

Tabel 4. 8
Uji Kolmogorov - Smirnov Satu Sampel

| | | Unstandardize Residual |
|----------------------------|----------------|---------------------------|
| N | | 63 |
| Normal Parameters | Mean | .00000000 |
| | Std. Deviation | .57287699 |
| Most Extrme Differences | Absolute | .050 |
| | Positive | .043 |
| | Negative | -.050 |
| Kolmogorov – Smirnov Z | | .396 |
| asyp. Sig (2tail) | | .998 |

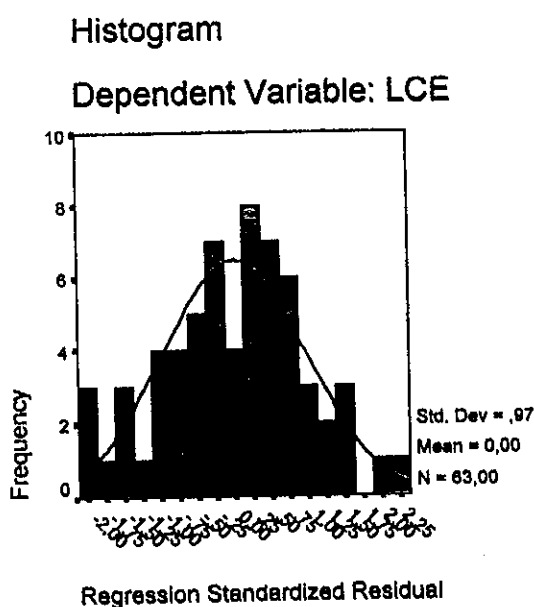
Sumber : Data Sekunder yang diolah

Analisis data menunjukkan bahwa pada model pengujian data selama lima tahun, diperoleh nilai sig. Kolmogorov - Smirnov sebesar 0.998. Dengan menggunakan tingkat alfa sebesar 0.05 (5 %) maka kita dapat menyimpulkan bahwa data yang ada berdistribusi normal. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat dikatakan model pengujian yang ada telah memenuhi salah satu asumsi klasik yaitu normalitas data dapat terpenuhi.

b. Analisis Grafik

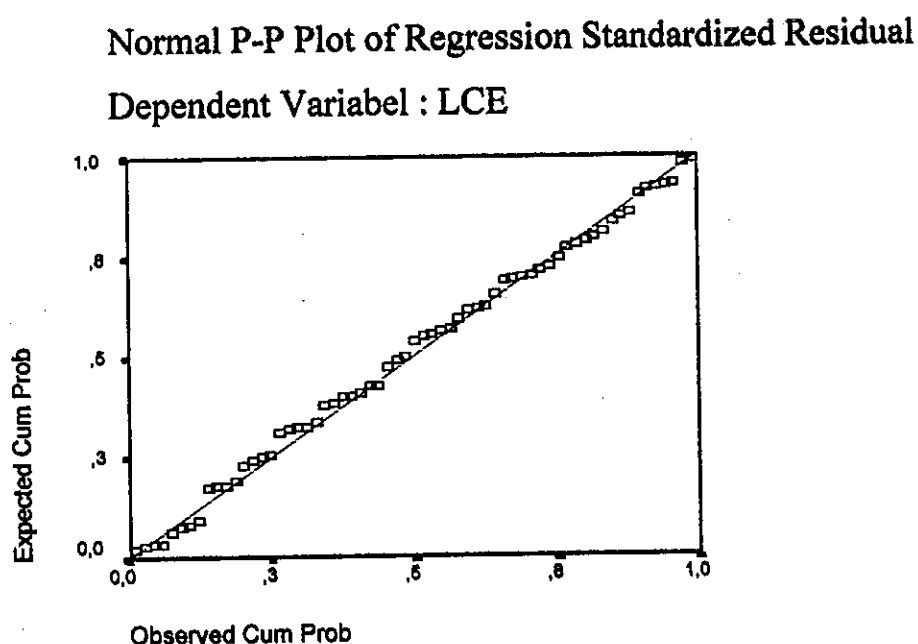
Metode analisis grafik dapat dilihat dengan melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Hasil output SPSS untuk model data yang sudah menggunakan natural log tersebut ditunjukkan dalam gambar 4.1 dan Gambar 4.2 berikut ini. Gambar 4.1 menunjukan secara histogram penyebaran data dari variabel – variabel yang diteliti.

Gambar 4.1
Grafik Histogram



Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik yang dihasilkan melalui pengujian dengan menggunakan SPSS. Suatu model regresi dikatakan memenuhi asumsi normalitas jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Sebaliknya, jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tersebut dikatakan tidak memenuhi asumsi normalitas. Hasil output SPSS grafik normal plot untuk model data yang sudah menggunakan natural log tersebut ditunjukkan dalam Gambar 4.2 berikut ini.

Gambar 4.2
Grafik Normal Plot



Berdasarkan output model grafik yang dihasilkan dengan menggunakan program pengujian SPSS seperti yang terlihat pada gambar 4.1 di atas terlihat bahwa pada tiap tahun data menyebar disekitar garis diagonal dan arahnya mengikuti arah garis diagonal. Berdasarkan grafik tersebut dapat disimpulkan bahwa data sudah memenuhi asumsi normalitas.

4.2.1.2 Uji Multikolienaritas

Uji multikolienaritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar varaibael bebas (*independen variable*). Suatu model regresi yang baik, seharusnya menunjukkan tidak adanya korelasi antar tiap variabel bebas. Pengujian dilakukan dengan menggunakan dua cara. Cara pertama yang digunakan adalah dengan melihat nilai *variance factor* (*VIF*) dan nilai *Tolerance*. Sedangkan cara yang kedua yang digunakan adalah dengan menganalisa matriks korelasi variabel - variabel bebas yang digunakan dalam penelitian. Tidak adanya multikolienaritas seharusnya dapat dibuktikan dengan menggunakan cara yang pertama maupun cara yang kedua.

a. Melihat Variance Factor (VIF) dan nilai Tolerance

Suatu model penelitian dikatakan memenuhi asumsi multikolienaritas apabila data tersebut tidak melanggar ketentuan batas dari VIF dan nilai tolerance sesuai ketentuan yang telah ditetapkan. Ketentuan batas dari VIF adalah sebesar 10, sedangkan batas dari nilai tolerance adalah sebesar 0.1 (10 %). Jika nilai VIF lebih besar atau sama dengan 10 maka dapat disimpulkan telah terjadi multikolienaritas. Selin itu, jika nilai tolerance kurang dari 0.10 maka dapat disimpulkan juga bahwa pada data tersebut telah terjadi multikolienaritas. Hasil pengujian SPSS menunjukkan output nilai VIF dan nilai tolerance seperti yang digambarkan pada Tabel 4.9.

Tabel 4. 9.
Pengujian Multikorelasi

| | Tolerane | VIF |
|------------------------|-----------------|------------|
| Aliran Kas Internal | .382 | 2.617 |
| Kepemilikan Manajerial | .930 | 1.076 |
| Ukuran Perusahaan | .385 | 2.599 |
| Intensitas Modal | .917 | 1.091 |

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Pada model data terlihat bahwa nilai tolerance untuk tiap variabel independen berkisar antara .382 sampai .930. Nilai tolerance tersebut lebih besar dari 0.10 maka berdasarkan nilai tolerance itu dapat disimpulkan bahwa pada data tersebut tidak terjadi multikolienaritas. Hal ini konsisten dengan nilai VIF yang berkisar antara 1.076 sampai 2.617. Berdasarkan ketentuan yang telah disebutkan sebelumnya, jika nilai VIF tidak lebih besar atau sama dengan 10 maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolienaritas. Dengan demikian model regresi telah memenuhi asumsi klasik tidak adanya multikolienaritas, sehingga model tersebut dapat digunakan.

b. Matriks Korelasi Variabel - variabel Bebas

Selain dengan cara melihat nilai tolerance dan nilai VIF variabel bebas, multikolienaritas dapat dideteksi dengan melihat matriks korelasi antar variabel – variabel bebasnya. Suatu model data dikatakan tidak memenuhi asumsi klasik karena terjadinya multikolienaritas ketika dalam matriks korelasi antar variabel - varaiabel bebas terdapat korelasi yang cukup tinggi, yaitu diatas 0.90 (Ghozali, 2002). Tabel 4.10 menunjukan hasil analisis korelasi antar variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.10
Koefisien Korelasi

| | Aliran Kas Internal | Kepemilikan Manajerial | Ukuran Perusahaan | Intensitas Modal |
|------------------------|----------------------------|-------------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Aliran Kas Internal | 1 | | | |
| Kepemilikan Manajerial | .143 | 1 | | |
| Ukuran perusahaan | -.088 | .221 | 1 | |
| Intensitas modal | -.258 | -.770 | -.102 | 1 |

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari data tabel diatas terlihat bahwa koefisien korelasi yang tertinggi ditunjukkan oleh hubungan antara intensitas modal dan kepemilikan manajerial yaitu sebesar 0.77. Sedangkan korelasi terendah ditunjukkan oleh hubungan antara ukuran perusahaan dan aliran kas internal yaitu sebesar -.088. Namun demikian semua koefisien korelasi antar variabel bebas menunjukkan angka di bawah 0.90. Berdasarkan data tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolienaritas antar variabel - variabel bebas yang ada. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa data telah memenuhi asumsi klasik yang kedua yaitu tidak adanya multikolienaritas pada data.

4.2.1.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi mempunyai tujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode yang diuji dengan kesalahan pada periode sebelumnya. Model penelitian yang baik seharusnya tidak mengandung autokorelasi. Penelitian ini menguji autokorelasi dengan menggunakan metode *Durbin - Watson*. Pengambilan keputusan mengenai ada tidaknya autokorelasi dengan metode *Durbin - Watson* adalah sebagai berikut (Ghozali, 2002) :

- Bila nilai *Durbin - Watson* terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan $(4 - du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol. Kondisi tersebut menunjukkan tidak adanya autokorelasi.
- Bila nilai *Durbin - Watson* lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound* (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol. Jika output SPSS menunjukkan nilai tersebut berarti terdapat autokorelasi positif pada data.

- Bila nilai *Durbin - Watson* lebih besar daripada ($4 - d_l$) maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol. Jika output SPSS menunjukkan nilai tersebut berarti terdapat autokorelasi positif pada data.
- Bila nilai DW terletak di antara batas atas (d_u) dan batas bawah (d_l) atau DW terletak antara ($4 - d_u$) dan ($4 - d_l$), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

Dengan menggunakan derajat kepercayaan 5 %, jumlah sampel 59 dan jumlah variabel bebas 4, diperoleh nilai tabel batas atas (d_u) sebesar 1.73 dan nilai tabel batas bawah (d_l) sebesar 1.44 Hasil pengujian autokorelasi SPSS yang dilakukan dengan menggunakan metode *Durbin Watson* ditunjukkan pada tabel 4.11.

Tabel 4. 11
Pengujian Autokorelasi Model *Durbin - Watson*

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of The Estimate | Durbin - Watson |
|-------|------|----------|-------------------|----------------------------|-----------------|
| 1 | .708 | .501 | .466 | .5930 | .1558 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari hasil pengujian *Durbin - Watson* pada tahun – tahun yang diteliti, terlihat bahwa nilai *Durbin - Watson* yang dihasilkan lebih besar daripada nilai d_u . Berdasarkan kriteria yang telah disebutkan sebelumnya di atas, maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian memenuhi asumsi klasik mengenai tidak adanya autokorelasi.

4.2.1.4 Pengujian Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain.

Jika variance residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain berbeda maka dikatakan terjadi heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah model data yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas pada model data, penelitian ini menggunakan metode uji Glejser dan dengan melihat grafik plot dari model penelitian.

a. Uji Glejser

Pengujian ini dilakukan dengan cara mengganti variabel dependen yang digunakan pada model regresi awal dengan nilai absolut residual. Sedangkan variabel bebas yang ada tidak diubah. Nilai alfa yang digunakan sebesar 0.05. Hasil uji Glejser dengan menggunakan SPSS ditunjukkan secara ringkas pada Tabel 4.12. Hasil tampilan output SPSS yang dilakukan menunjukkan bahwa data pada tahun - tahun yang diteliti menunjukkan tidak adanya variabel bebas yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat nilai absolut residual. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi semua variabelnya berada di atas atau lebih besar dari tingkat kepercayaan yang telah ditentukan sebelumnya yaitu sebesar 0.05. Jadi dapat disimpulkan data tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 4.12

Pengujian Heteroskedastisitas dengan Uji Glejser

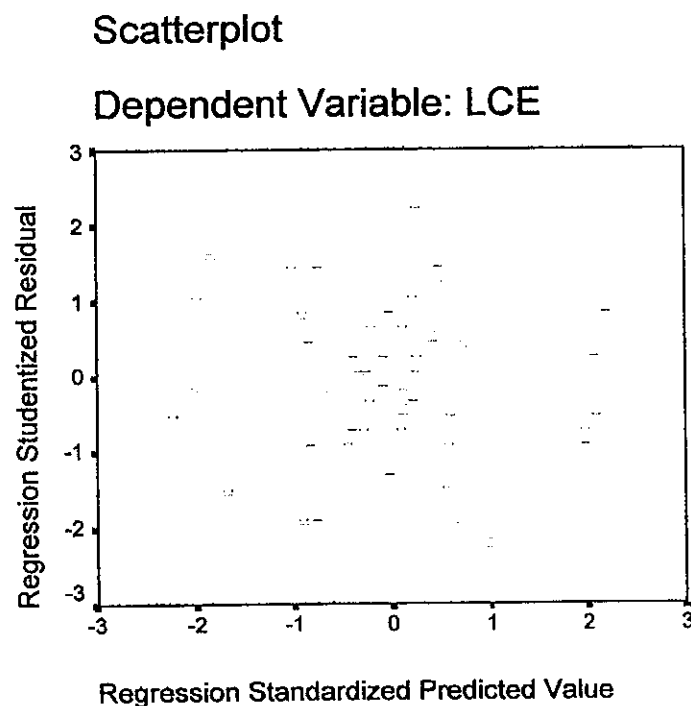
| Model | Unstandarize Coefficients | | Standardized Coefficients | | |
|------------|---------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | t | Sig. |
| (Constant) | .610 | .503 | | 1.214 | .230 |
| FLOW | -.100 | .094 | -.221 | -1.069 | .289 |
| IO | -8.460E-02 | .062 | -.181 | -1.364 | .178 |
| SIZE | 6.278E-02 | .128 | .101 | .491 | .625 |
| IM | 8.689E-02 | .130 | .089 | .668 | .506 |

Sumber : Data sekunder yang diolah.

b. Analisis Grafik

Selain dengan menggunakan uji Glejser untuk melihat ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan juga dengan cara melihat grafik plot antara nilai prediksi variable terikat (ZPRED) sebagai sumbu y dengan residualnya (SRESID) sebagai sumbu x. Data dalam suatu model penelitian dikatakan tidak mengalami heteroskedastisitas jika grafik scatterplotnya tidak membentuk suatu pola tertentu. Hasil output SPSS untuk pengujian heteroskedastisitas ditunjukkan dalam Gambar 4.3 berikut ini.

Gambar 4.3
Grafik Scatterplots



Dari gambar 4.3 tersebut terlihat tidak adanya pola tertentu dari grafik scatterplots yang dihasilkan oleh model data yang diuji. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa asumsi klasik keempat yaitu tidak adanya heteroskedastisitas

dapat dipenuhi. Hal ini telah dibuktikan baik dengan menggunakan model pengujian Glejser maupun dengan menggunakan model analisis grafik.

4.2.2 Pengujian Statistik Pada Model Penelitian

Pengujian hipotesis pertama, kedua, ketiga, dan keempat menggunakan pengujian statistik uji - t, yaitu untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara parsial atau individual. Sedangkan untuk pengujian hipotesis yang kelima, digunakan pengujian statistik dengan uji F yaitu untuk melihat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara bersama - sama.

Untuk menguji kekuatan variabel penentu (aliran kas internal, proporsi kepemilikan manajemen, ukuran perusahaan maupun intensitas modal) terhadap kebijakan Pembelanjaan Modal maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi dengan model dasar sebagai berikut :

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Flow}_{t-1} - \beta_2 \text{IO}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Capint}_{t-1} + e$$

Dimana :

- Capexp_t : Pembelanjaan modal pada tahun ke-t
- Flow_t : aliran kas internal pada tahun ke - t
- IO : Proporsi kepemilikan saham oleh manajer.
- Size : Ukuran Perusahaan
- Capint_t : Intensitas modal pada tahun ke-t

Analisis normalitas data dengan menggunakan model data tersebut menunjukkan bahwa pada model data selama lima tahun, diperoleh nilai sig.

Kolmogorov - Smirnov sebesar 0.001. Dengan menggunakan tingkat alfa sebesar 0.05 maka kita dapat menyimpulkan bahwa data yang ada belum berdistribusi normal karena itu model penelitian yang ada harus diperbaiki agar salah satu kriteria yang harus dipenuhi dalam asumsi klasik yaitu normalitas data dapat terpenuhi.

Agar dapat memenuhi asumsi normalitas data maka model pengujian data kemudian diubah menjadi bentuk natural log baik untuk variabel independennya maupun variabel dependennya. Model penelitiannya kemudian berubah menjadi :

$$LCapexp_t = \beta_0 + \beta_1 LFlow_{t-1} - \beta_2 LIO_t + \beta_3 LSize_t + \beta_4 LCapint_{t-1} + e$$

Dimana :

$LCapexp_t$: Log Natural Pembelanjaan modal pada tahun ke-t

$LFlow_t$: Log Natural aliran kas internal pada tahun ke - t

LIO : Log Natural Proporsi kepemilikan saham oleh manajer.

$LSize$: Log Natural Ukuran Perusahaan

$LCapint_t$: Log Natural Intensitas modal pada tahun ke-t

Ternyata setelah dilakukan perubahan terhadap model pengujian data yang digunakan dapat menggunakan Perubahan pada model penelitian tersebut berpengaruh terhadap cara interpretasi output SPSS yang dihasilkan pada data. Dalam model log natural ini besarnya koefisien β yang dihasilkan dalam regresi menunjukan elastisitas. Tiap koefisien regresi dapat diinterpretasikan dengan cara sebagai berikut : tiap satu persen perubahan dalam tiap variabel independen , akan mengakibatkan perubahan hasil dependen variabel sebesar nilai β variabel yang bersangkutan (Gujarati , 2003) .

4.2.2.1 Uji t (Uji Parsial)

Uji t statistik digunakan untuk menguji pengaruh antara variabel independen secara sendiri – sendiri dengan mengasumsikan bahwa variabel lain dianggap konstan. Dalam penelitian ini uji t digunakan untuk menguji kekuatan variabel penentu (aliran kas internal, proporsi kepemilikan manajemen, ukuran perusahaan maupun intensitas modal) terhadap kebijakan Pembelanjaan Modal secara parsial. Secara umum hasil pengujian regresi variabel aliran kas internal, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan intensitas modal ditunjukkan dalam tabel 4.13.

Tabel 4. 13
Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of The Estimate | Durbin – Watson |
|-------|------|----------|-------------------|----------------------------|-----------------|
| 1 | .708 | .501 | .466 | .5930 | 1.558 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Nilai Adjusted R Square perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian adalah sebesar 0.466. Hal ini menunjukkan 46 persen (0.466) dari variasi dari pembelanjaan modal dapat dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel independen yang digunakan dalam penelitian yaitu aliran kas internal, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan intensitas modal. Sedangkan 53 persen (0.534) variasi justru dijelaskan oleh sebab – sebab di luar model regresi ini. Lebih lanjut koefisien variabel – variabel independen yang diteliti (aliran kas internal, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, dan intensitas modal) dari hasil pengujian secara parsial dengan menggunakan SPSS ditunjukkan dalam Tabel 4.14 berikut ini.

Tabel 4.14

Pengaruh Aliran Kas Internal, Kepemilikan Manajer , Ukuran Perusahaan dan Intensitas Modal Terhadap Pembelanjaan Modal

| Model | Unstandarize Coefficients | | Standardized Coefficients | | |
|------------|---------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | B | Std. Error | Beta | t | Sig. |
| (Constant) | 6.003e-02 | .864 | | .069 | .945 |
| FLOW | .157 | .161 | .146 | .974 | .334 |
| IO | 9.722E-2 | .107 | .088 | .912 | .366 |
| SIZE | .714 | .220 | .486 | 3.251 | .002 |
| IM | .733 | .223 | .318 | 3.282 | .002 |

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Dari output SPSS yang ditampilkan dalam tabel 4.10 diperoleh hasil yang menunjukkan koefisien konstanta sebesar 6.003E-02. Nilai tersebut menunjukkan bahwa jika tidak terdapat variabel aliran kas internal, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan intensitas modal maka nilai pembelanjaan modal adalah positif sebesar 6.003E-02. Sedangkan nilai B dari tiap variabel independen menunjukkan koefisien dari tiap variabel independen yang diteliti. Dengan demikian model pengaruh antara variabel aliran kas internal, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan intensitas modal sebagai variabel independen dan pembelanjaan modal sebagai variabel dependennya, dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$LCapexp_t = 6.003E-02 + 0.157 LFlow_{t-1} - 9.722E-02 LIO_t + 0.714$$

$$LSize_t + 0.733 LCapint_{t-1}$$

4.2.2.2 Pengujian Simultan (*Multivariate Analysis*)

Pengujian berikutnya adalah pengujian terhadap model penelitian yang telah dirumuskan diatas secara serentak. Untuk itu digunakan uji - F sehingga dapat diketahui signifikansi pengaruh secara serentak dari kombinasi beberapa variabel. Dengan tingkat signifikansi yang masih bisa ditolerir adalah 10 %, dan $df = n - (k + 1)$, maka jika pada pengujian multivariat ini terbukti bahwa F - hitung lebih besar daripada F - tabel, berarti secara bersama - sama variabel - variabel independen yang ada (penjualan, aliran kas internal dan kepemilikan manajemen) berpengaruh pada variabel dependennya yaitu variabel pembelanjaan modal. Demikian juga sebaliknya jika pada pengujian multivariat ini, jika terbukti bahwa F - hitung lebih kecil daripada F - tabel, berarti secara bersama - sama variabel - variabel independen yang ada (penjualan, aliran kas internal dan kepemilikan manajemen) tidak berpengaruh pada variabel dependennya yaitu variabel pembelanjaan modal. Hipotesis kelima dalam penelitian ini memprediksikan bahwa aliran kas internal (t- 1), kepemilikan manajer (t), ukuran perusahaan (t) dan intensitas modal (t) berpengaruh secara signifikan terhadap pembelanjaan modal (t). Hasil output SPSS untuk pengujian hipotesis kelima ini tampak pada tabel 4. 15

Tabel 4.15

Pengaruh Aliran Kas Internal, Kepemilikan Manajer , Ukuran Perusahaan dan Intensitas Modal Terhadap Pembelanjaan Modal

| Model | Sum of Squares | Df | Mean square | F | Sig. |
|------------|----------------|----|-------------|-------|-------|
| Regression | 8.72E+12 | 4 | 2.1805E+12 | 5.904 | .000a |
| Residual | 2.40E+13 | 65 | 3.6935E+11 | | |
| Total | 3.27E+13 | 69 | | | |

Sumber : Data Sekunder yang diolah

Dalam tabel 4.11 diatas terlihat bahwa tingkat signifikansi regresi secara simultan adalah sebesar .000. Nilai tersebut lebih kecil daripada nilai alfa yang telah ditentukan sebelumnya yaitu sebesar 0.05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel – variabel independen secara bersama – sama berpengaruh terhadap tingkat pembelanjaan modal.

4.2.3 Pengujian Hipotesis

4.2.3.1 Pengaruh Aliran kas Internal Terhadap Pembelanjaan Modal

Hipotesis pertama dalam penelitian ini memprediksikan bahwa aliran kas internal ($t-1$) berpengaruh positif terhadap pembelanjaan modal (t). Dalam model regresi SPSS yang dilakukan aliran kas internal dinotasikan sebagai Flow (t). Dari hasil output SPSS terlihat adanya pengaruh positif aliran kas internal terhadap tingkat pembelanjaan modal (Sig 0.334). Namun, dengan menggunakan tingkat alfa sebesar 5 % aliran kas internal sebagai variabel independen ternyata pengaruh tersebut tidak bernilai signifikan terhadap pembelanjaan modal sebagai variabel dependennya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa hipotesis penelitian pertama yang menyatakan bahwa aliran kas internal berpengaruh secara positif terhadap pembelanjaan modal tidak dapat diterima karena pengaruh yang ada tidak bernilai signifikan. Hasil yang tidak signifikan tersebut disebabkan karena perusahaan dalam melakukan pembelanjaan modalnya lebih mempertimbangkan faktor lain diluar aliran pembelanjaan internal. Lebih lanjut dalam penelitian ini dibuktikan bahwa dalam melakukan pembelanjaan modalnya perusahaan beberapa faktor yang lebih lebih dipertimbangkan perusahaan adalah ukuran perusahaan dan intensitas modal. Berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada Tabel 4.14 terlihat nilai

koefisien log natural aliran kas internal ($B L_{Flow}$) adalah sebesar 0.157. Hal tersebut menunjukkan bahwa setiap satu persen perubahan pada variable independen aliran kas internal akan menghasilkan 0.157 persen perubahan pada dependen variabel yang digunakan yaitu pembelanjaan modal.

4.2.3.2 Pengaruh Kepemilikan Manajer Terhadap Pembelanjaan Modal

Hipotesis kedua dalam penelitian ini memprediksikan bahwa kepemilikan manajer berpengaruh negatif terhadap pembelanjaan modal. Dalam model regresi SPSS yang dilakukan dalam penelitian ini kepemilikan manajer dinotasikan sebagai *Insider Ownership* (IO_t). Hipotesis ini diterima jika nilai sig. yang dihasilkan lebih kecil dari nilai alfa yang telah ditetapkan. Dari output SPSS yang dihasilkan, dengan menggunakan tingkat alfa sebesar 5 %, variabel independen kepemilikan manajer ternyata tidak berpengaruh secara signifikan (sig .366) terhadap variabel dependen pembelanjaan modal. Dari hasil pengujian empiris tersebut maka dapat dinyatakan bahwa hubungan pengaruh antara kepemilikan manajer sebagai variabel independen dan pembelanjaan modal sebagai variabel dependen relatif kurang kuat bahkan tidak signifikan. Dalam *manajerial hypotheses* dikatakan hubungan kedua variabel tersebut signifikan dengan arah yang terbalik, karena peningkatan kepemilikan manajer diharapkan mampu mengurangi kecenderungan manajer untuk melakukan pembelanjaan modal yang berlebih. Dengan demikian, hasil pengujian empiris menunjukkan bahwa *manajerial hypotheses* ternyata tidak berlaku di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap pembelanjaan modal meskipun tidak berpengaruh secara signifikan. Disisi lain, dalam teori *Pecking Orders hypotheses* dinyatakan bahwa

manajer akan cenderung untuk membuat keputusan pembelanjaan modal yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini tanpa memperhatikan kepemilikan manajer (*insider ownership*) atas saham perusahaan. Jadi dalam *Pecking Order Hypotheses* ini kepemilikan manajer tidak berpengaruh pada tingkat pembelanjaan modal. Dengan demikian hasil pengujian hipotesis kedua dengan menggunakan SPSS yang menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manjerial terhadap pembelanjaan modal justru mendukung berlakunya *Pecking Order Hypotheses* di Indonesia.

Lebih lanjut berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada Tabel 4.14 terlihat nilai koefisien log natural kepemilikan manajer (B_{IO}) adalah sebesar $9,722E-2$. Hal tersebut menunjukkan bahwa setiap satu persen perubahan pada variable independen kepemilikan manajerial akan menghasilkan $9,722E-2$ persen perubahan pada dependen variabelnya yaitu pembelanjaan modal.

4.2.3.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini memprediksikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembelanjaan modal. Dalam model regresi SPSS yang dilakukan dalam penelitian ini ukuran perusahaan dinotasikan sebagai $Size(t)$. Hipotesis ini diterima jika nilai sig. yang dihasilkan lebih kecil dari nilai alfa yang ditentukan. Dengan menggunakan tingkat alfa sebesar 5 %, output SPSS yang dihasilkan menunjukkan bahwa ukuran perusahaan ternyata berpengaruh secara signifikan terhadap pembelanjaan modal, hal tersebut ditunjukkan dengan nilai Sig. 0,002. Berdasarkan output uji - t yang dilakukan terlihat bahwa koefisien regresi untuk pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembelanjaan modal yang diuji

selalu bersifat positif. Hal ini berarti ukuran perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat pembelanjaan modal pada setiap tahun yang diteliti. Berdasarkan hasil pengujian empiris tersebut tersebut maka dapat disimpulkan hipotesis penelitian yang ketiga diterima. Lebih lanjut, berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada Tabel 4.14 terlihat nilai koefisien log natural ukuran perusahaan (B Size) adalah sebesar 0,714. Hal tersebut menunjukkan bahwa setiap satu persen perubahan pada variable independen ukuran perusahaan akan menghasilkan 0,714 persen perubahan pada dependen variabelnya yaitu pembelanjaan modal.

4.2.3.4 Pengaruh Intensitas Modal Terhadap Pembelanjaan Modal

Hipotesis keempat dalam penelitian ini memprediksikan bahwa intensitas modal berpengaruh positif terhadap pembelanjaan modal. Dalam model regresi SPSS yang dilakukan dalam penelitian ini variabel intensitas modal dinotasikan sebagai IM (t). Dengan menggunakan tingkat alfa sebesar 5 %, output SPSS yang dihasilkan dalam penelitian menunjukkan bahwa variabel independen intensitas modal ternyata berpengaruh secara signifikan (sig. 0,002) terhadap variabel dependen pembelanjaan modal. Dan hasil output SPSSnya menunjukkan bahwa seperti yang dihipotesiskan, koefisien regresi dari intensitas modal tersebut bernilai positif. Berdasarkan data tersebut maka dapat disimpulkan hipotesis penelitian yang keempat dapat diterima. Lebih lanjut, berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada Tabel 4.14 terlihat nilai koefisien log natural intensitas modal (B IM) adalah sebesar 0,733. Hal tersebut menunjukkan bahwa setiap satu persen perubahan

pada variable independen intensitas modal perusahaan akan menghasilkan 0,733 persen perubahan pada dependen variabelnya yaitu pembelanjaan modal.

4.2.3.5 Pengaruh aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal terhadap pembelanjaan modal.

Hipotesis kelima dalam penelitian ini memprediksikan bahwa aliran kas internal (t-1), kepemilikan manajer (t), ukuran perusahaan (t) dan intensitas modal (t) berpengaruh secara signifikan terhadap pembelanjaan modal (t). Hasil output SPSS untuk pengujian hipotesis kelima ini tampak pada tabel 4.15. Dari uji ANOVA atau F-test yang dilakukan tampak bahwa tingkat probabilitas (Sig.) lebih kecil daripada 0.05. Karena probabilitas lebih kecil daripada nilai alfa yang telah ditetapkan sebelumnya yaitu sebesar 5 %, maka model regresi ini dikatakan dapat digunakan untuk menguji tingkat pembelanjaan modal. Sehingga dapat dikatakan bahwa aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal berpengaruh secara bersama-sama terhadap pembelanjaan modal. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis penelitian yang kelima dapat diterima.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan pada Bab IV, dapat ditarik kesimpulan bahwa data yang dipergunakan dalam penelitian merupakan data yang terdistribusi normal, tidak terdapat multikolienaritas, heteroskedastisitas maupun autokorelasi. Hasil pengujian hipotesis dengan variabel dependen pembelanjaan modal dan variabel independennya aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal, menunjukkan bahwa :

1. Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa aliran kas internal mempunyai pengaruh positif secara signifikan terhadap pembelanjaan modal, ternyata tidak dapat diterima. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang positif antara aliran kas internal terhadap pembelanjaan modal, meskipun hasilnya tidak signifikan.
2. Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan manajer mempunyai pengaruh negatif terhadap pembelanjaan modal, ternyata ditolak. Hasil pengujian SPSS menunjukan adanya pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan pembelanjaan modal, dengan hasil yang tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa yang berlaku di perusahaan - perusahaan di Indonesia bukanlah pecking orser hypotheses melainkan managerial hypotheses.
3. Hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif secara signifikan terhadap pembelanjaan modal, ternyata dapat dibuktikan secara empiris dalam pengujian dengan menggunakan SPSS.

4. Hipotesis keempat yang menyatakan bahwa intensitas modal mempunyai pengaruh positif terhadap pembelanjaan modal ternyata diterima. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis penelitian keempat ini dapat diterima.
5. Hipotesis penelitian yang kelima menyatakan bahwa aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal berpengaruh secara bersama - sama terhadap pembelanjaan modal. Berdasarkan hasil pengujian empiris disimpulkan bahwa hipotesis penelitian yang kelima dapat diterima

5.2. Implikasi Teoritis

Berdasarkan teori yang dinyatakan dalam Pecking Order Hypotheses maupun Manajerial Hypotheses, keduanya mengasumsikan bahwa aliran kas internal mempunyai pengaruh secara positif terhadap pembelanjaan modal. Hasil pengujian empiris yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh positif aliran kas internal terhadap pembelanjaan modal ternyata terbukti, meskipun hasilnya tidak bernilai signifikan. Hasil pengujian SPSS menunjukkan elastisitas hubungan antara aliran kas internal terhadap pembelanjaan modal yang berarah positif. Bukti empiris menunjukkan bahwa setiap satu persen perubahan pada aliran kas internal akan menghasilkan 0.157 persen perubahan pada pembelanjaan modal.

Teori *Managerial Hypotheses* menyatakan bahwa adanya *insider ownership* diharapkan akan mengurangi kecenderungan manajer untuk melakukan investasi yang berlebihan (*over - invest*) (Griner dan Gordon, 1995; Chirinko dan Singha, 2000). Jadi menurut *Managerial hypothesis* ini, dinyatakan bahwa terdapat hubungan pengaruh dengan perbandingan terbalik atau bernilai koefisien negatif

antara *insider ownership* dengan pembelanjaan modal. Teori ini juga mengasumsikan bahwa adanya kepemilikan manajer (*Internal Ownership*) terhadap saham akan menyejajarkan kepentingan pihak manajemen sebagai agen dengan kepentingan pemegang saham, karena manajer menjadi bagian dari pemegang saham tersebut, sehingga manajer harus menggung akibat atas segala tindakan yang dilakukannya (Jansen dan Meckling, 1976). Hasil pengujian empiris yang dilakukan terlihat bahwa *managerial hypotheses* tidak dapat diterima atau dengan kata lain tidak berlaku di Indonesia. Bukti empiris menunjukkan adanya pengaruh positif yang bernilai tidak signifikan antara kepemilikan manajer terhadap pembelanjaan modal selama periode waktu yang diteliti dalam penelitian. Hal ini berarti ada tidaknya kepemilikan manajer akan tidak akan berpengaruh terhadap pertimbangan manajer dalam melakukan pembelanjaan modal seperti yang dihipotesiskan dalam *Managerial Hypotheses*. Hasil ini juga mengindikasikan terjadinya *Pecking Order Hypotheses* di Indonesia, karena dalam teori tersebut dikatakan bahwa kepemilikan manajer tidak berpengaruh terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan. Hasil tersebut juga menunjukkan konsistensi dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh griner dan Gordon untuk perusahaan – perusahaan di Amerika. Jadi perilaku pembelanjaan modal untuk perusahaan – perusahaan di Indonesia yang berkebudayaan Timur ternyata sama dengan perusahaan – perusahaan di Amerika yang berkebudayaan barat. Pengaruh unsur budaya mungkin akan lebih menarik untuk dikembangkan dalam penelitian – penelitian berikutnya.

Yang menarik dalam penelitian ini adalah ditemukannya bukti empiris yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan ternyata berpengaruh secara signifikan setiap

tahun terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan untuk setiap periode tahun yang diteliti . Hasil tersebut menunjukkan bahwa ukuran perusahaan menjadi hal yang sangat dipertimbangkan oleh perusahaan ketika mengambil keputusan pembelanjaan modal. Koefisien regresi yang selalu bernilai positif setiap tahunnya membuktikan asumsi yang menyatakan semakin besar ukuran perusahaan akan membutuhkan dukungan sumberdaya yang semakin besar pula, sehingga tingkat pembelanjaan modalnya menjadi semakin tinggi.

Dalam melakukan investasi perusahaan selalu mempertimbangkan peluang atau prospek perusahaan dalam memperebutkan pasar, untuk menghindari pembelanjaan modal yang berlebihan. Indikator prospek perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah intensitas modal, dimana intensitas modal mencerminkan seberapa besar modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan pendapatan (Commanor dan Wilson, 1972; Hartono, 2000). Variabel intensitas modal tersebut diprediksikan mempunyai pengaruh yang positif terhadap pembelanjaan modal. Dan hasil output SPSS yang ada, model regresi menunjukkan menunjukkan bahwa seperti yang dihipotesiskan, koefisien regresi dari intensitas modal tersebut bernilai positif. Namun, tidak pada semua tahun pengaruh positif tersebut bernilai signifikan. Bukti empiris menunjukkan bahwa intensitas modal ternyata tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan untuk data tahun 1998, 2000, dan 2001. Sedangkan untuk tahun 1999 dan tahun 2002 ditemukan hasil yang menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dari intensitas modal terhadap pembelanjaan modal perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian simultan yang dilakukan (Uji - F) bukti empiris menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal terhadap tingkat

pembelanaan modal pada setiap periode data yang diteliti. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam mengambil kebijakan pembelanaan modalnya, perusahaan secara bersama – sama mempertimbangkan faktor aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal.

5.3. Saran - Saran

Berbagai penelitian mengenai teori keagenan telah banyak dikembangkan oleh para peneliti sebelumnya. Dalam penelitian ini teori keagenan dihubungkan dengan tingkat pembelanaan modal yang dilakukan oleh perusahaan – perusahaan manufaktur yang ada di Indonesia, untuk menganalisis terjadinya teori pecking order hypotheses atau managerial hypothesis. Berdasarkan hasil penelitian ditemukan adanya indikasi mengenai terjadinya *pecking order hypotheses*. Meskipun demikian pembahasan permasalahan teori keagenan yang bertujuan untuk membuktikan keberadaan teori *pecking order hypotheses* ataupun teori *managerial hypotheses* yang telah dikembangkan dalam penelitian ini masih mempunyai keterbatasan - keterbatasan antara lain :

1. Penelitian ini terbatas pada perusahaan – perusahaan manufaktur di Indonesia yang listing di BEJ, sehingga tidak dapat digeneralisasi terhadap seluruh perusahaan di Indonesia. Penelitian – penelitian berikutnya diharapkan dapat lebih memperluas populasi yang diteliti.
2. Periode penelitian hanya terbatas pada kurun waktu antara tahun 1998 sampai dengan tahun 2002, sehingga tidak dapat digeneralisasi untuk semua periode. Penelitian – penelitian berikutnya diharapkan dapat lebih memperluas *scope* penelitian.

3. Metode pengukuran untuk tiap variabel yang digunakan pada penelitian ini mengacu pada metode – metode yang digunakan pada beberapa penelitian sebelumnya, yaitu penelitian yang dilakukan oleh Nuri dan Archer (2001), Griner dan Gordon (1999), dan Waluyo dan Kaaro (2002). Dalam penelitian ini metode pengukuran untuk aliran kas internal mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Nuri dan Archer (2001) yang didalamnya belum memasukan unsur depresiasi. Para peneliti berikutnya dapat memasukan unsur depresiasi tersebut dalam mengukur aliran kas internal yang ada.

DAFTAR PUSTAKA

- Addeji A . 1998 . “ Does The Pecking Order Hypotheses Explains The Devident Payoff Ratios of Firms in United Kingdom.” *Journal of Bussines Finace and Accounting*. Vol 25.
- Agrawal, Anup dan Carles Knoebar. 1996. “Firm Performance and Mechanishm To Control Agency Problems Between Managers and Shareholders,” *Journal of Financial and Quantitative Analyses*. Vol.31.
- Barton, S.L,N.C. Hill dan S. Sundaram. 1989. “ An Empirical Test of Stakeholder Theory Prediction of Capital Structure. ” *Financial Management*, Spring: 36 – 44.
- Baskin. 1989. “ An Empirical Investigation of Pecking Order Theory ”. *Financial Management*. Vol.8
- Brigham, Eugene F. dan Phillip R. Daves. 2002. *Intermediate Financial Management*. Seventh Edition. South Western. USA.
- Bromiley, P. 1986. *Corporate Capital investment : A Behavioral Approach*. Cambridge University. London.
- Chakraborty, Atreya, Mark Kazarosian, Emery A. Trahan. 1999. “Uncertainty in Executive Compensation and Capital Investment : A Panel Study”. *Journal Financial Management*.
[http:// www.google.com](http://www.google.com).
- Chirinko dan Anuja R. Singha. 2000. “ Testing Static Trade of Against Pecking Order Models of Capital Structure : A critical coment. “ *Journal of Financial Economics*. Vol 58.

- Cho, Myong – Hyeon. 1998. “ Ownership Structure, Investment and The Corporate Value : An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*. Vol. 47.
- Cruthcley, C.E and R. S. Hansen. 2002. “A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Devident”. *Journal Financial Management*.
[http:// www.comerce. ubc. ca](http://www.comerce.ubc.ca).
- Davies, J.R. , David Hillier, Patrick Mc Colgan. 2002. “ Ownnership Structure, Managerial Behaviour and Corporate Value.” *Journal Financial Management*.
[Http : // www.google.com](http://www.google.com).
- Demsetz, Harold dan Kenneth Lehn. 1985. “ The Structure of Ownership and Theory of The Firm,” *Journal of Law and Economics*. Vol.26.
- Dornbusch, R, S. Fisher. 1992. *Macroeconomics*. 4th Edition. Mc - Graw Hill. New York.
- Frank, Murray z. dan Vidhan K. Goyal. 2002. “Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure.” *Journal of Financial and Economics*.
[http:// www.comerce. ubc. ca](http://www.comerce.ubc.ca).
- Gaynor, Patricia E dan Rickey C. Kirkpatric. 1994. *Introduction To Time-Series Modeling anf Forecasting In Business and Ecomics*. Pretince - Hall International Inc. Singapore
- Ghozali, Imam. 2002. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.

- Griner, E.H dan L. A Gordon. 1995. "Internal Cash Flows, Insider Ownership, and Capital Expenditure : Attest of The Pecking Order and Managerial Hypotheses." *Journal of Bussiness Finance of Accounting*, Vol. 22.
- Gujarati, Damodar N. 2003. *Basic Econometrics*. 4th Edition. Mc – Graw Hill. New York.
- Hair, Joseph F., Ralph E. Anderson, Ronald L. Thatan, William C. Black. 1995. *Multivariate Data Analysis With Reading*. 4th Edition. Mc Millan Publishing Company. New York.
- Hartono, Jogyanto 2000. *An Agency Cost Explanation for Devident Payment Working Pepper*. Gajah Mada University. Yogyakarta.
- Helwege, J. Liang, N. 1996. " Is There a Pecking Order ? Evidence from A Panel of IPO Firms," *Journal of Financial Economics*. Vol. 40.
- Himmelberg, Charles, Glenn Hubberd dan Darius Palia, 1999, "Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics*. Vol. 54.
- IAI. 2002 . *Standar Akuntansi Keuangan Salemba Empat*, Jakarta.
- Indonesian Capital Market Directory*. 1998 - 2002
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 1998. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi pertama. BPFE. Yogyakarta.
- Investorworda, 2004. " Definition of Capital Expenditure. "
[http : // www.investorwords.com](http://www.investorwords.com).

Jensen, M. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeover." *American Economic Review*. Vol.76. 323 –329.

Jensen, M. dan W.H Meckling, 1976. " Theory of The Firm, Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. " *Journal of Financial Economics*. Vol. 3.

Jensen, Michael dan J. Warner. 1988. " The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholder and Directors. " *Journal of Financial Economics*. Vol.20.

Jensen, G.R; Solberg dan T.S. Zorn. 1992. "Simultaneous Determinant of Insider Ownership, Debt and Devident Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
[http : // www.google.com](http://www.google.com).

Mathiesen, H. 2004. "Empirical Studies on Ownership Structure and Performance."
[http : // www.encycogov.com](http://www.encycogov.com).

Mathiesen, H. 2004. " Managerial Agency Problem."
[http : // www.encycogov.com](http://www.encycogov.com).

McConell, John dan Henri Serveas. 1990. " Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*. Vol. 27.

McConnell, J. J. dan C. J. Muscarella, 1985. "Corporate Capital Expenditure Decisions and The Market Value of Firm." *Journal of Financial Economics*. Vol. 14.

- Modigliani, F dan M. Miller, 1958, " The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment," *American Economic Review*. Vol. 53
- Myers, Steward C. dan Richard A Brealey. 2000. *Principles of Corporate Finance*. Sixth Edition. Irwin McGraw - Hill. USA.
- Myers, Steward C. , 2001. " Capital Structure," *Journal of Economic Perspective*. Vol.15.
- Myers, Steward C. dan N.S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investor Do Not Have." *Journal of Finance Economics*, Vol. 13.
- Myers. Steward C. 1984. " The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*. Vol 39.
- Nicholson, W. 1992. *Microeconomics Theory : Basic Principles and Extensions*, 5th Edition. Dryden Press, Hinsdale, IL.
- Nuri, Julinda dan Simon Archer. 2001. " Target Adjustment Against Pecking Order on Capital Structure." *Eropean FMA*. Switzerland.
- Ratnaningsih, Dewi dan Jogyanto Hartono. 2001. " Conflict of Interst Problem in The Management - Controlled Firms. " *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 243.
- Shyam, Sunan dan L. Myers Steward C. 1999. " Testing The Static Trade off Models Against Pecking Order Model of Capital Structure." *Journal of Finance Economics*. Vol .51

Waluyo, Fx. Agus Joko dan Hermeindito Ka'aro. 2002. "Analisis Pengaruh Kebijakan Pengaruh Deviden Serta Leverage terhadap Keputusan Pendanaan." *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi*. Vol .2 No.1 April : 1-21.

Zhou, Xianming, 2001. " Understanding The Determinats of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Permonce Comment, " *Journal of Financial Economics* Vol. 62.